

主题研究

线上生鲜市场：寒随一夜已将去，春逐五更似快来

观点聚焦

投资建议

线上生鲜市场模式诞生已近 15 年，早期发展受限于基础建设、模式探索及用户习惯，疫情催化下我们预计行业将迎来蓬勃发展。我们建议关注**美团、阿里、新达达**（未覆盖）等巨头在生鲜电商的布局，以及**区域化龙头公司**发展潜力。

理由

生鲜电商的商业模式目前主要包括：前置仓模式、到店+到家模式、社区模式、平台模式。短期内，各赛道头部玩家仍将基于自身的定位进行区域化、区隔化的扩张与竞争，我们认为长期或将形成大流量平台合作模式。

我们预计未来生鲜电商将会出现“**巨头+低线城市合作**”模式，即**高线城市自营、低线城市接入区域化选手**：1) 全国性平台可以利用规模效应节省获客成本，在单位经济模型转正下更快形成规模；2) 但各区域（尤其低线城市）上游供应链差异性、用户偏好不一，区域化选手能提供更有有效的解决方案，但囿于跨区域扩张难，偏安一隅下借助大平台获新更为合理。

尽管市场对盈利性及持续性存疑，我们认为**生鲜电商模式能够跑通**：生鲜电商盈利能力的因子在于平均客单价以及对 SKU 的精准把控。例如前置仓模式，基于我们的敏感性测试，如果通过引入日百标品将券后客单价提至 70 元以上，且毛利率提至 26% 以上，该模式将获得更好的盈利空间。此外，腐损等货耗成本、传统线下连锁超市的改造、以及上游供应链的逐步成熟也是重要因素。而上述因子随时间推移均呈现向好趋势。

我们认为**新冠疫情或将加速行业发展**：主要体现在 1) 生鲜电商用户群的加速渗透；2) 线下生鲜零售的线上化转型；3) 资本加注下加速发展。虽然疫情后消费习惯略有回落，但较疫情前水平仍有显著提升。

盈利预测与估值

我们预计**线上生鲜市场规模将在 2024 年达 1 万亿元**（8.3 亿城市人口，5 万元人均可支配收入，8%~12% 生鲜消费占比，20% 线上渗透率），2019~2024 复合增速达 28%。假设 3% 的经营利润成交金额比，行业利润将达 300 亿人民币，在 25x 市盈率下对应千亿美金市值。如可高频拉低频渗透其他类服务/商品销售（如京东自营拉平台、拼多多低价好货拉中高端商品），生鲜电商整体市场价值有望进一步打开。维持现有覆盖公司财务预测、评级和目标价不变。

风险

宏观经济风险、食品安全隐患。

吴越, CFA

分析员

SAC 执证编号: S0080515100002

SFC CE Ref: BDI411

natalie.wu@cicc.com.cn

张丹峰

联系人

SAC 执证编号: S0080120060024

danfeng.zhang@cicc.com.cn

张非同

联系人

SAC 执证编号: S0080120050015

Feitong.Zhang@cicc.com.cn

相关研究报告

- [百度-US | 疫情反复下业务复苏放缓；但支出减少或提振利润率](#) (2020.07.22)
- [京东-US | 预计 2020 年 2 季度业绩超预期](#) (2020.07.21)
- [传媒互联网 | 近期路演纪要：基本面和流动性推升投资情绪](#) (2020.07.15)
- [阿里巴巴-US | FY20 年报解读：用户消费数据持续稳健](#) (2020.07.14)
- [阿里巴巴-US | 预计核心电子商务业务韧性有望好于预期](#) (2020.07.14)
- [拼多多-US | 强劲变现能力逐步显现](#) (2020.07.13)



目录

生鲜电商七问.....	4
1、生鲜电商的市场规模大小？	4
2、生鲜电商是否会出现类似外卖市场的寡头竞争格局？	4
3、是否会出现全国性的生鲜电商品牌？	4
4、当前生鲜电商竞争格局如何？	4
5、社区生鲜零售与外卖巨头的“非餐外卖”业务的竞争关系？	5
6、疫情如何影响生鲜电商发展和竞争格局？	6
7、生鲜电商的盈利预期？	6
生鲜电商的中场战事	7
生鲜零售市场概览	7
生鲜电商行业研究	10
生鲜电商模式盈利能力分析	23
生鲜电商平台模式讨论	31
巨头耸立的生鲜电商战场	31
生鲜电商平台竞争分析	32
生鲜电商的投资红利期	34
疫情影响下，生鲜电商发展迎来历史性机遇	34

图表

图表 1: 主流生鲜电商模式区隔化分析	5
图表 2: 疫情后客单价涨幅明显	6
图表 3: 万亿级的生鲜消费市场	7
图表 4: 生鲜电商发展历史沿革梳理	8
图表 5: 生鲜电商消费渠道销量占比变化	8
图表 6: 生鲜电商市场规模	9
图表 7: 主流垂类消费频次比较	9
图表 8: 头部外卖/电商平台客单价比较，2019 年	9
图表 9: 生鲜电商服务标准	10
图表 10: 不同生鲜品种之间的消费属性差异较大	11
图表 11: 生鲜网购用户中每周消费一次以上的占比	11
图表 12: 传统生鲜供应链简化图	12
图表 13: 第三次全国农业普查（2017 年）	13
图表 14: 各国农业从业人员人均产值对比	13
图表 15: 国内生鲜生产具备的源头高度分散的特性	13
图表 16: 中国冷链物流市场规模，亿元	14
图表 17: 每千人冷藏车保有量对比，2019 年，辆/千人	14
图表 18: 国内外生鲜产业链情况对比	15
图表 19: 生鲜电商创新的背景趋势——“天时”、“地利”、“人和”	16
图表 20: 生鲜电商部分商业模式列举	17
图表 21: 前置仓模式代表公司	18
图表 22: “到家”+“到店”代表公司	18
图表 23: 社区小店代表公司	19
图表 24: 社区团购代表公司	20
图表 25: 国内外生鲜电商代表企业商业模式对比	21



图表 26: 主流生鲜电商公司样本研究	23
图表 27: 主流生鲜电商模式代表公司单位经济, 单均成本: 元	23
图表 28: 生鲜电商营销获客模式对比分析	24
图表 29: 生鲜电商主流模式典型样本单位经济对比, 单均成本: 元	24
图表 30: 前置仓模式盈利性分析	25
图表 31: 仓店一体化模式单位经济分析, 单均成本: 元	26
图表 32: Mini 型生鲜店情景测试, 横轴——订单线上化比例, 纵轴——每日订单总数	27
图表 33: 社区生鲜小店模式单位经济分析, 单均成本: 元	28
图表 34: 社区团购模式单位经济分析	29
图表 35: 团长月收入敏感性分析: 横轴——客均单价, 纵轴——每日单数	30
图表 36: 互联网巨头的生鲜平台战略布局对比	31
图表 37: 头部生鲜 APP 月活用户对比, 2020 年 5 月, 万	32
图表 38: 同城运力的市场竞争格局, 2019 年	33
图表 39: 生鲜到家与外卖 APP 的每日用户活跃时间段分布	33
图表 40: 人均使用次数疫情前后对比	34
图表 41: 日活跃用户渗透率疫情前后对比	34
图表 42: 日活跃用户疫情时月环比增长	34
图表 43: 日均使用时长疫情时月环比增长	34
图表 44: 疫情后生鲜电商产业新闻梳理	35
图表 45: 疫情控制后生鲜电商活跃用户 7 日留存率下滑	35



生鲜电商七问

1、生鲜电商的市场规模大小？

据前瞻产业研究院数据显示，2019 年生鲜电商市场规模超过 2,800 亿人民币。过去 5 年间，年化复合增长率超过 50%，市场渗透率从 1.9% 快速上升到 2019 年的 6.3%，是典型的超级赛道。

2020 年 2 月份以来，受新冠疫情影响，消费者的线下生鲜采购，以及外卖、餐饮到店消费大量转化为在线生鲜采购，我们预计疫情的影响将大幅拉升生鲜电商的渗透率和规模指标。

2、生鲜电商是否会出现类似外卖市场的寡头竞争格局？

我们认为生鲜电商会呈现全国性寡头化、区域性特色化的状态。

生鲜电商在仓配、履约、同城配送以及在线营销等多个环节具备明显的规模效应；从需求侧来看，掌握多种履约模式、具备密集的社会化仓配体系的巨头，能够更好的服务不同类型的消费者，更有可能打造集中化入口。

受限于生鲜农产品源头供给分散、标准化程度低的现状，当前生鲜电商区域化、区隔化的竞争格局仍将持续较长时间。长期来看，我们认为生鲜电商的竞争壁垒较高，随着供应链整合度逐步提升，包括阿里、美团、京东在内的互联网巨头具备优势明显的产业卡位以及产业整合实力，并最终出现生鲜电商行业平台型运营主体。

3、是否会出现全国性的生鲜电商品牌？

以散农经济为主体的生鲜生产模式，决定了供应链优势的跨区域复制存在较大障碍。另一方面，从需求侧来看，一线城市与低线城市市场结构、南方与北方生鲜采购习惯、不同收入阶层消费能力等因素，导致消费者在生鲜采购习惯上均存在巨大差异。短期来看，区域性品牌仍将持续保持竞争优势。

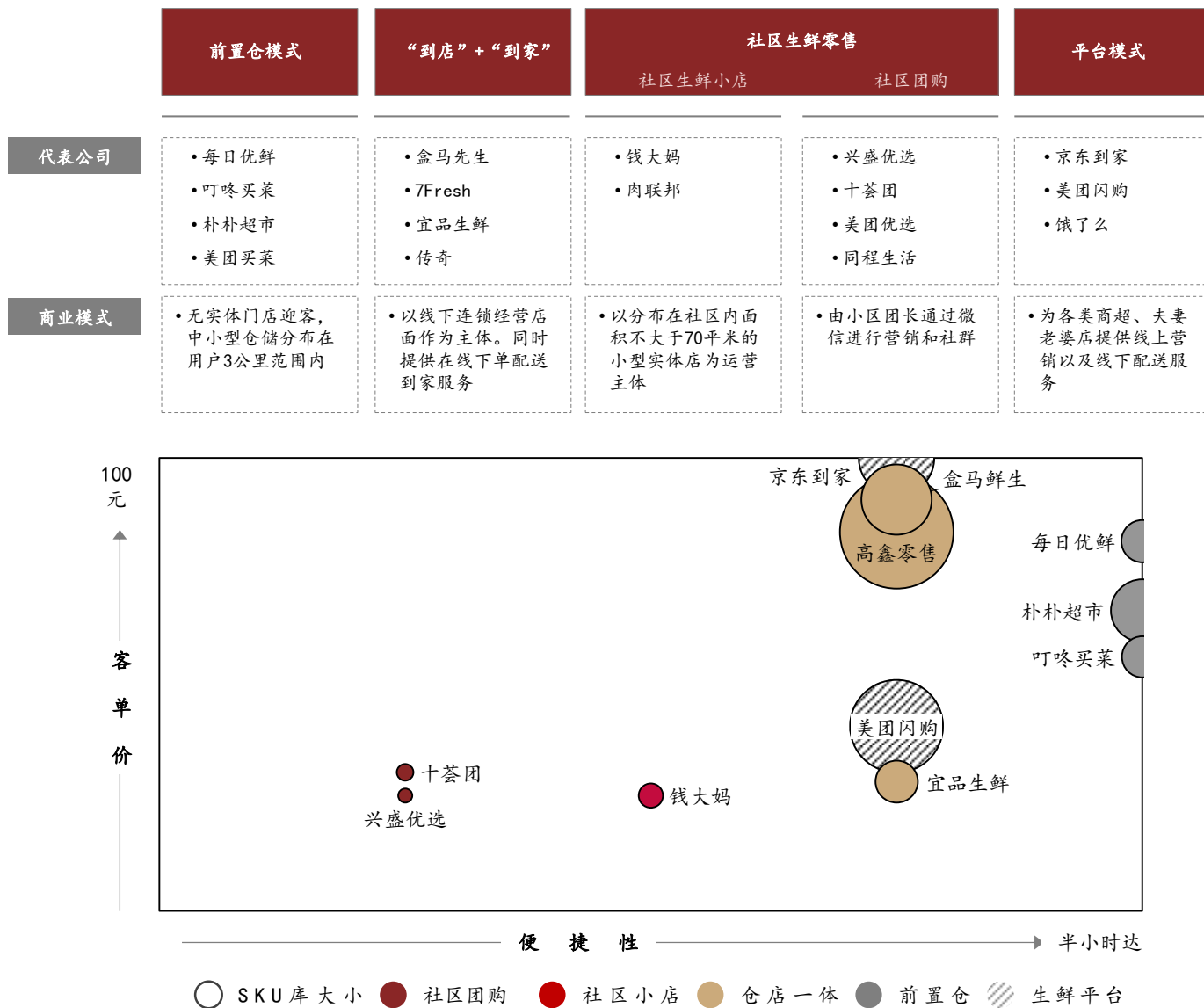
长期来看，综合电商平台与本地服务平台具备较强的整合诉求，我们认为巨头或通过投资并购、合作绑定的方式加速产业整合，并形成全国性的生鲜电商品牌。

4、当前生鲜电商竞争格局如何？

生鲜电商的商业模式较为多样化，基于根据不同城市、不同区域、不同消费习惯等因素分化出了以下几类主流商业模式。



图表 1: 主流生鲜电商模式区隔化分析



资料来源：中金公司研究部

经过过去多年的模式迭代和竞争，更具优势的商业模式，以及各细分模式的头部玩家初步明朗。短期内，这些头部玩家仍将基于自身的定位进行区域化、区隔化的扩张与竞争。

5、社区生鲜零售与外卖巨头的“非餐外卖”业务的竞争关系？

通过图表 1 我们可以看到：

- ▶ 社区团购主打“次日达”与极致性价比定位，与“非餐外卖”业务有明显的场景区隔，暂时不存在直接竞争。
- ▶ 以钱大妈为代表的社区小型零售业态，主打以肉、蛋、奶为核心的精简 SKU，与“非餐外卖”的丰富的 SKU 供给与平台定位，存在明显的市场区隔。

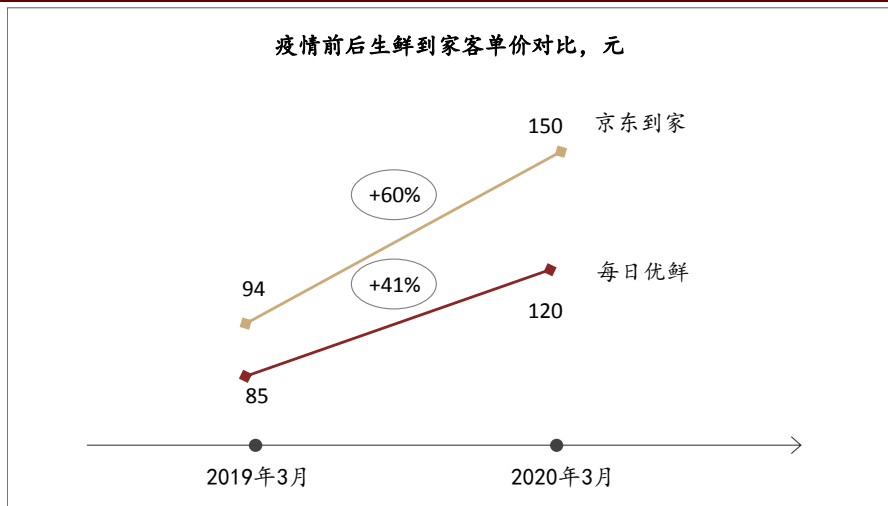


长期来看，我们认为社区团购业务存在进一步扩充“当日达”、“即时达”服务类型的诉求，并可能进一步扩充 SKU 范围。同时，社区生鲜零售业态由于更加贴近用户，具备更强的服务属性，长期看我们认为该模式可能对用户的同城零售采购需求形成截留，或与“非餐外卖”形成更加直接的竞争关系。

6、疫情如何影响生鲜电商发展和竞争格局？

新冠疫情剧烈扭转了用户的生鲜消费习惯。我们看到用户在疫情期间的生鲜电商客单价有大幅的提升，虽然国内疫情逐步控制后客单价有一定程度回落，但是仍然高于疫情前水平。

图表 2：疫情后客单价涨幅明显



资料来源：《达达集团招股书》，中金公司研究部

疫情期间生鲜购买渠道的强行切换，提升了生鲜电商的补贴效率和营销投产比，推动了资本对细分赛道头部玩家的集中加注，也加速了巨头入场进行整合的速度。

值得注意的是，长期来看生鲜电商模式渗透程度较低、渗透较慢的核心原因，主要是供给侧的结构性问题，而非单纯的需求侧用户习惯问题。我们认为，疫情后生鲜电商的发展较疫情期间将有所放缓，行业不具备短时间完成快速整合、平台化的基础。

7、生鲜电商的盈利预期？

通过横向对比，我们看到以到家模式为主体的生鲜电商仍然受到毛利水平、仓店运营成本、配送费用的影响，无法持续盈利。其中，配送费用当前阶段较难转嫁给用户侧，而低毛利与仓店运营成本，可以通过以下方式提升：

- ▶ **引入日百标品拉升毛利。**在部分线下便利商超渗透程度较低的地区，用户倾向于通过到家服务完成一站式采购需求。日百标品的掺杂可以帮助解决纯生鲜订单毛利较低的问题。通过我们的初步测算，前置仓模式如果通过引入日百标品将券后客单价提至 70 元以上，且毛利率提至 26% 以上，将更有可能扭转亏损的困境。
- ▶ **提升单店、单仓的周转率。**以钱大妈为例，肉、菜等高频生鲜消费品类有助于提升单店或者单仓的单量，从而提升仓店的利用效率，进一步摊薄成本。

实际操作情况下，SKU 的管理涉及多个层面的考量：仓店面积、选址的难度、一站式购物的体验等等；另一方面，不同目标客群的需求存在较大差异，不同的地区需要针对性应用不同的策略。



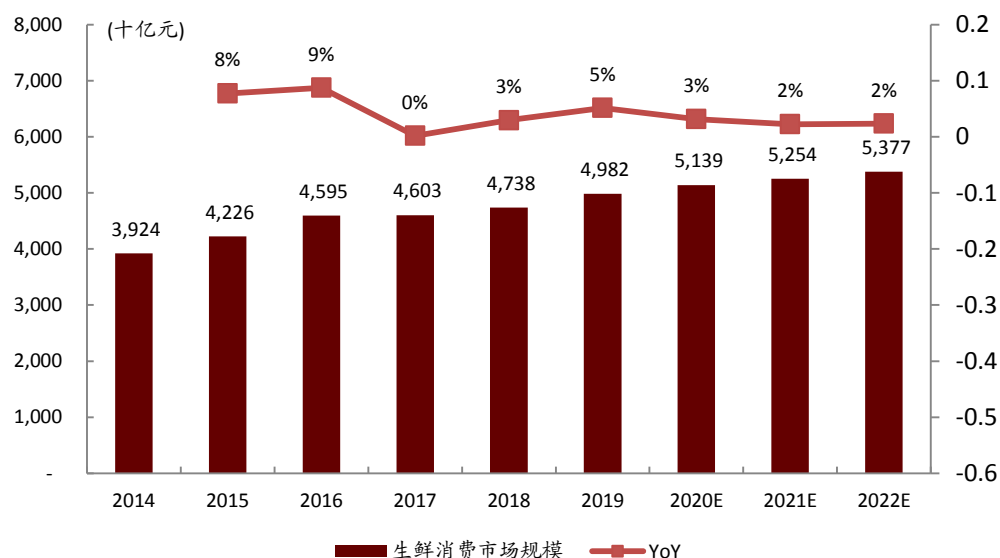
生鲜电商的中场战事

生鲜零售市场概览

中国生鲜消费稳步增长，构建万亿级赛道

根据 Euromonitor 数据统计，2019 年我国生鲜消费同比稳步增长 5.1%至 5 万亿元，Euromonitor 预计市场规模到 2022 年有望进一步增长至近 5.4 万亿元。另据国家统计局数据显示，2019 年全国居民人均食品消费达 6084 元，占居民人均消费支出的 28.2%，是居民核心消费板块。

图表 3：万亿级的生鲜消费市场



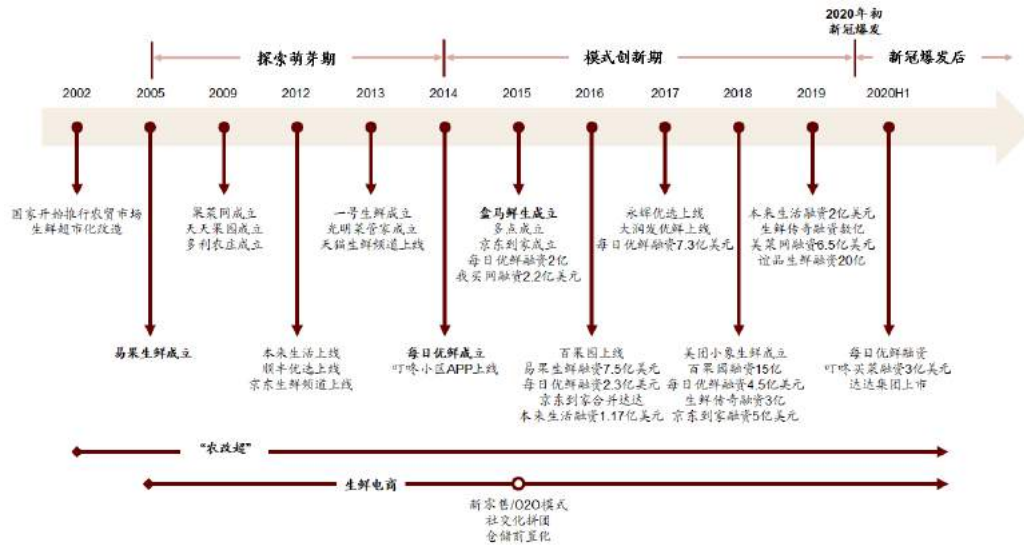
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

生鲜电商模式最早于 2005 年左右萌芽，并快速进入早期的探索与发展期，包括京东、天猫、顺丰在内的巨头及创业公司相继成立生鲜电商品牌。经过将近 10 年左右的探索，单纯复制传统电商模式切入生鲜交易的尝试很快碰到发展上的困境。生鲜商品由于自身易腐易损等特性，对物流仓配有较高的要求，而传统的电商履约模式下，生鲜产品腐损严重、消费者投诉率高等问题凸显。2015 年前后，包括“前置仓”、“新零售”在内的新型生鲜电商快速崛起，较好的解决了初代生鲜电商的痛点和短板，行业随之进入高速发展期。然而由于生鲜到家服务模式长期无法找到较好的盈利平衡点，第二波的创新生鲜电商模式很快在 2019 年前后迎来经营挑战和融资困境。

2020 年 1 月底以来爆发的新冠疫情，在较短的时间内重塑了居民生鲜消费习惯和购买渠道的偏好，降低了市场教育成本，让生鲜电商重新回到了闪耀的零售产业投资的舞台中心。



图表4：生鲜电商发展历史沿革梳理



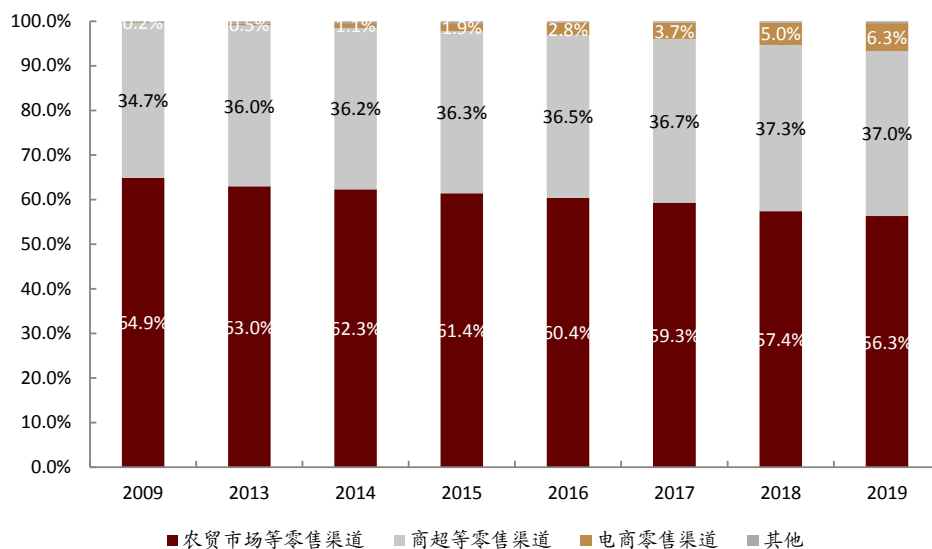
资料来源：36kr，百度百科，中金公司研究部

“生鲜电商”定义：当前阶段线下生鲜零售业态仍然在生鲜电商模式中扮演重要角色，本文中“生鲜电商”涵盖的讨论范围包括：

- ▶ 通过线上手段独立完成生鲜商品营销、销售和仓配闭环的纯电商模式。
- ▶ 通过接入自营或者第三方线下生鲜零售门店，配合线上营销完成闭环的 O2O 模式。
- ▶ 通过微信进行获客、运营，同时依赖线下分散的社交化节点（团长）完成履约的社区团购模式。
- ▶ 现阶段仍然主要依赖线下门店连锁经营，但线上化运营、营销潜力巨大的新型社区小店模式。

整体来看，通过对传统生鲜销售渠道的升级改造，以及更加彻底的创新模式，生鲜电商市场规模增长迅速，并逐步蚕食其他生鲜购买渠道，成为主流的生鲜消费渠道之一。

图表5：生鲜电商消费渠道销量占比变化

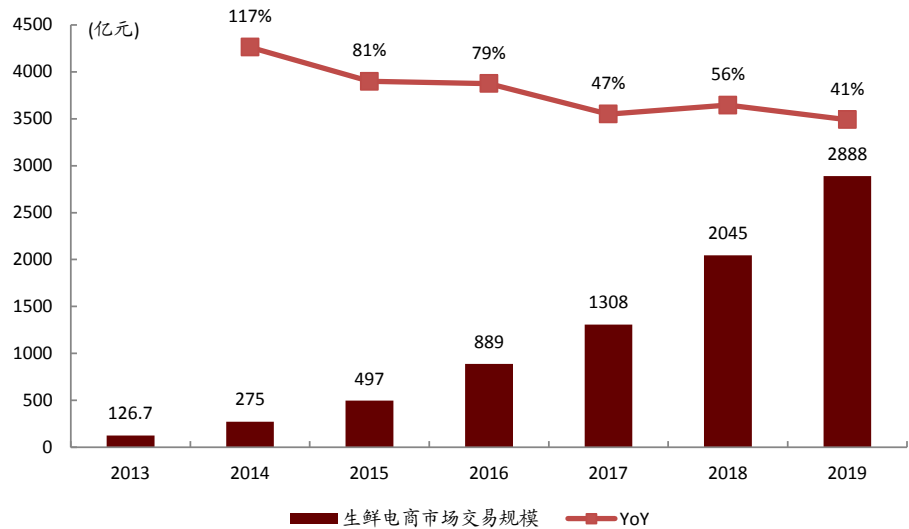


资料来源：Euromonitor，中金公司研究部



根据艾瑞咨询提供数据，生鲜电商整体交易规模也在同步高速增长。我国生鲜电商市场交易规模已由2013年的127亿元增长至2019年的2888亿元。

图表6：生鲜电商市场规模

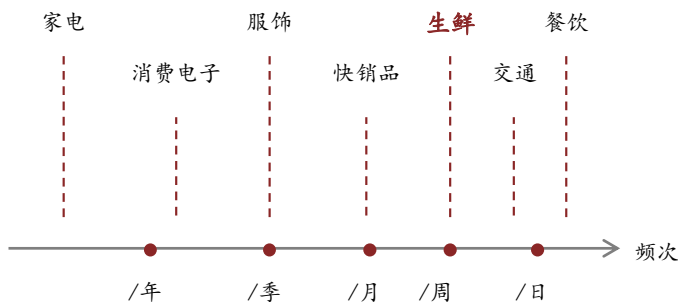


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

高频消费入口，同城零售平台的战略高地

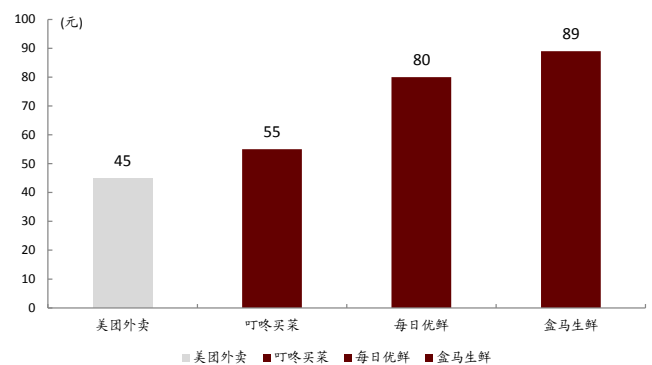
生鲜电商是堪比“外卖到家”业务重要性的入口级场景之一。从消费频次、客单价等多个维度综合来看，生鲜零售的在线入口价值较为明确。

图表7：主流垂类消费频次比较



资料来源：《用户生命周期运营白皮书》，中金公司研究部

图表8：头部外卖/电商平台客单价比较，2019年



资料来源：公司公告，36kr，中金公司研究部

参照本地餐饮团购业务、网约车业务的发展规律，具备高频入口禀赋的业务需要综合考虑长期的品类扩张带来的流量效应和交叉消费产生的额外价值，进行整体的未来现金流的测算和评估。我们认为，长期来看，伴随生鲜产业链的改造升级进程，生鲜电商可能成为同城零售的入口，并诞生千亿美金级别的行业巨头。



生鲜电商行业研究

生鲜电商的模式创新较为复杂，通常伴随与线下多种零售业态的高度融合。从“去繁化简”的角度，我们认为理解生鲜电商模式创新的基础，是对消费者需求侧的深度理解，特别是用户在生鲜消费场景、人群、品类上的需求分化，以及当前的生鲜零售消费环节存在的痛点洞察。

生鲜电商用户需求分析

生鲜作为典型的高频、刚需的消费品类之一，存在需求复杂、场景分化等问题。对需求的拆解可参考以下几个维度：消费人群特征、消费场景、生鲜品类特性等。

按**消费人群**进行分类，典型的生鲜电商消费群体大致可以分为以下几类：

- ▶ 一线城市年轻白领阶层。20-40岁，生活节奏快，工作时长。计划性消费习惯较弱，外卖习惯成熟，愿意为便捷性支付一定程度溢价，但同时也非常关注补贴和优惠活动。
- ▶ 一线城市中高收入人群。30-50岁，多为家庭用户，消费升级主力军。对便捷性、产品质量和服务体验均有较高要求，对价格不敏感。
- ▶ 中低线城市普通中产家庭。生鲜电商的主力消费群体，有稳定的家庭生鲜消费需求和习惯，对履约的时效性相对不敏感、对便捷性要求不高，更关注性价比和生鲜绝对价格。

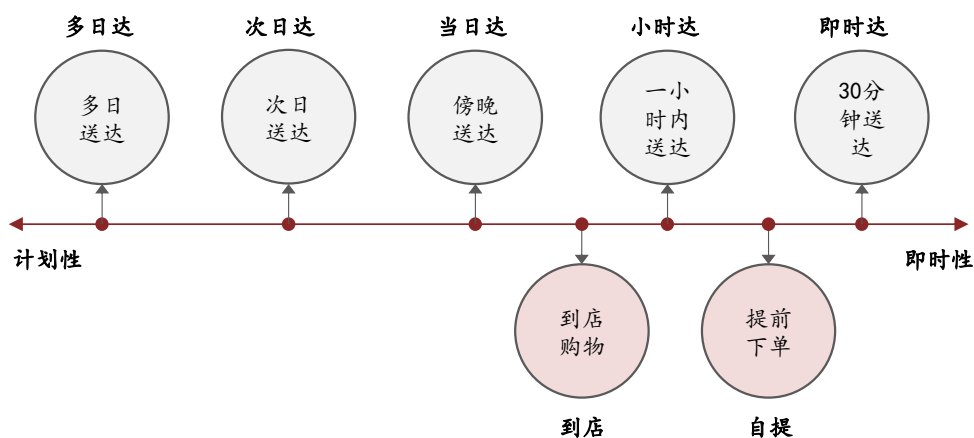
从**消费场景**来看，由于生鲜产品天然具备高频、低价属性，部分消费者更倾向于进行即时性消费，不做提前规划和购买决策；而家庭生鲜消费者由于生鲜消费支出较大，消费习惯稳定等因素，通常提前购买超量的生鲜食材，并做好未来一段时间内的家庭生鲜消费计划。

另一方面，从不同区域的居民消费习惯来看，华南地区的消费者更喜欢每天买菜当日下厨，追求食材的新鲜程度；而在北方，更多消费者习惯一次性采购超量食材来满足多日的烹饪需求。整体而言，按照生鲜消费需求的时效性不同，可以分为以下两类场景：

- ▶ 即时性（On-Demand）生鲜消费。
- ▶ 计划性（On-Schedule）生鲜消费。

按履约方式和时效性可以分为以下几类常见市场服务标准：

图表 9：生鲜电商服务标准



资料来源：中金研究部



从生鲜产品自身的特性来看，生鲜品类谱系庞杂，同时具备易腐性、配送难度大、损坏比例高、品牌化程度低等特性。另一方面，不同的生鲜品类之间也存在较大差异，导致不同品类的线上化程度差异巨大。

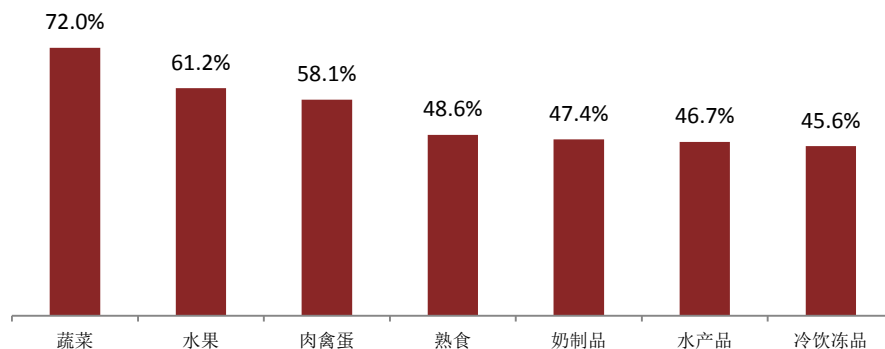
图表 10：不同生鲜品种之间的消费属性差异较大

生鲜举例	核心产地	价格	储存要求	易腐性
香蕉	热带省份	1-3 元/斤	11℃-24℃	5 天
苹果	烟台、阿克苏、陕西等	3-6 元/斤	常温	1 个月
白菜	本地	1-3 元/斤	0℃-5℃	5 天
土豆	甘肃、宁夏、内蒙等	1-3 元/斤	0℃-5℃	2 周
鸡蛋	本地	3-10 元/斤	2℃-7℃	3 天 冷藏 1 个月
猪肉	四川，湖南，江西等	20-30 元/斤	-18℃	常温 5 天 冷冻 3-6 月
牛排	阿根廷、澳洲等	50-150 元/斤	-18℃	常温 5 天 冷冻 3-6 月
小龙虾	东南沿海、南海等	10-25 元/斤	11℃，-24℃，水养	3 天
淡水鱼	本地化	8-15 元/斤	11℃，-24℃，水养	5 天

资料来源：超市实地调研，中金公司研究部

生鲜品类之间的差异直接影响到消费者是否选择通过线上渠道进行生鲜购买，以及购买的频率。

图表 11：生鲜网购用户中每周消费一次以上的占比



资料来源：《2017 中国生鲜网购研究报告》，中金公司

参照传统电商需求分析维度，生鲜电商的需求分析主线可沿用以下框架：

- ▶ **多**：为消费者提供更多生鲜 SKU、履约服务的多样性选择，可以通过自营丰富的 SKU 库和履约团队，也可以通过建立平台模式赋能平台商户和供应商，来为消费者提供多样化的选择。
- ▶ **快**：“生鲜超市进社区”、“生鲜仓前置”，对更优履约体验的追求走在生鲜电商创新的最前沿。
- ▶ **好**：“买手”团队对生鲜源头的挖掘、优质生鲜农产的标准化、品牌化生产，搭配更加生动的短视频营销、社交化营销，优质的生鲜供给是生鲜电商的立命之本。
- ▶ **省**：极致性价比是切入下沉市场的杀器，也是低毛利的生鲜生意最难啃的一节骨头，依赖根本性的创新来撬动成本上的优势。

在具体的生鲜电商模式分析过程中，可以观察到不同的公司选择了不同的需求角度切入：这些公司或选择为年轻群体提供即买即送的即时体验；或选择提供更加丰富的 SKU 满足社区家庭消费者的综合采购需求；或选择从精选 SKU 切入，为社区用户提供极致的性价比体验。

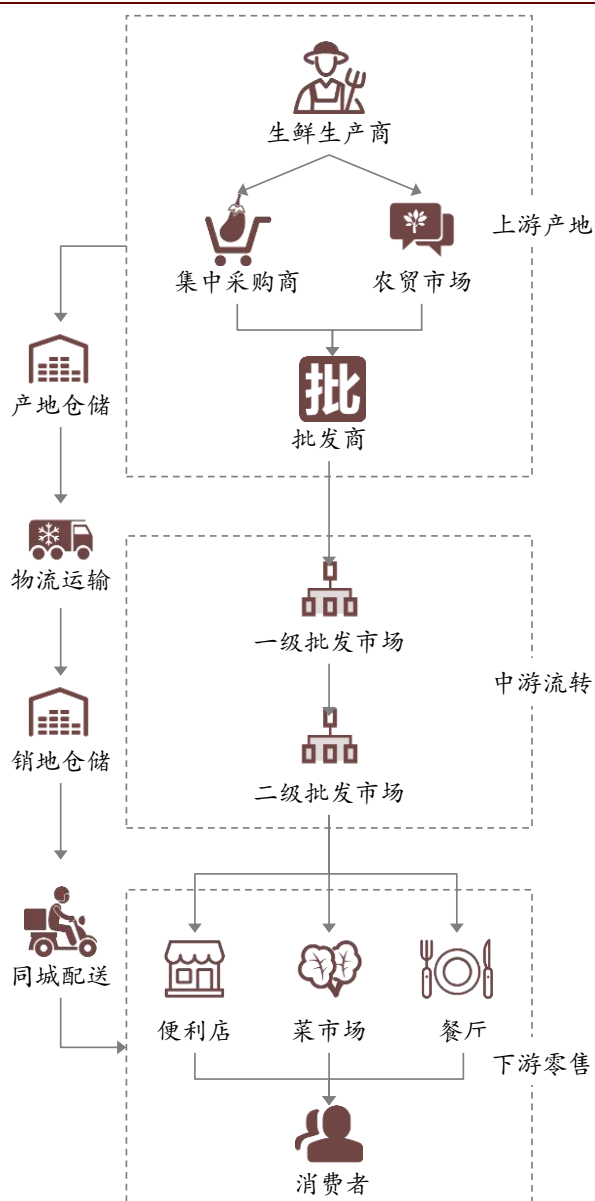


生鲜电商供应链分析

生鲜电商最终交付给消费者的生鲜产品与服务体验很大程度上由上游的供应链效率和供给决定。生鲜零售的完整供应链条较长，上游供给分散、中间流转层级较多，导致终端零售环节毛利被严重挤压，零售商经营压力较大。

具体来看，据中金公司研究部估算，传统生鲜电商价值链条中腐损率和履约费用共计高达整体客单价的30%以上，远超其他电商品类整体7%-8%的平均水平。因此，对供应链条的进一步拆解和分析，是生鲜电商模式研究的重要基础和前提。

图表 12：传统生鲜供应链简化图



- **生产源头极度分散。**受到产地分散、农民教育程度低、机械化水平落后等原因，生鲜生产源头极为分散
- **生鲜产品生产标准化程度低。**大量生鲜产品流通到零售市场缺乏分级、包装加工。导致品控难、同质化严重，品牌化推进缓慢
- **上游的农资供应链现状，很大程度上决定了中下游运营效率的天花板**

- **生鲜中间流通环节冗长，损耗成本高。**通常从小产地仓，到销地仓，再到门店、前置仓，最后到消费者，每个环节都造成生鲜加价和生鲜产品损耗
- **供货周期长。**通过多级流转，通常一地发往全国需要3天以上，拉长了订货供货周期，提升了腐损和库存风险

- **传统渠道同质化程度高：**包括中大商超、菜市场在内的传统渠道在提供的生鲜产品和服务同质化严重；
- **消费者需求多样化：**类似海外消费者的烹饪习惯，中国消费者对生鲜食材的处理方式导致对食材种类、形态等需求更加多样化。

资料来源：中金公司研究部

生鲜生产加工、采购经销、冷链仓配研究

国内生鲜农产品生产环节仍以散农模式为主：

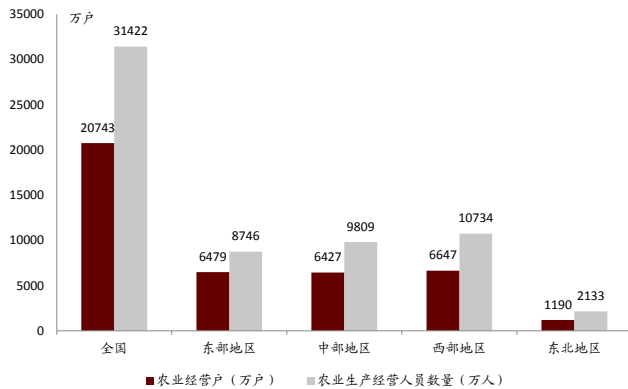
- 2016年全国第三次农业普查数据显示，在登记的2.07亿农业经营户中，以商品化经营为主、播种面积在100亩及以上的规模农业经营户数量仅有398万户，占所有农业经



农户的2%。

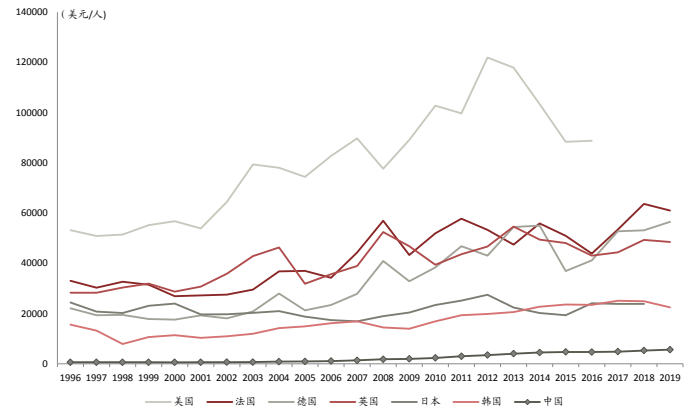
- ▶ 人均产值和美国等农业发达国家差距巨大。
- ▶ 农业生产源头高度分散，除了受到农民受教育程度和农业机械化水平等因素的影响，同时也受到产品地域分布影响。

图表 13: 第三次全国农业普查 (2017 年)



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 14: 各国农业从业人员人均产值对比



资料来源：世界银行，国家统计局，中金公司研究部

图表 15: 国内生鲜生产具备的源头高度分散的特性

类别	水果	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
桔橙类	鲜柑										湖南、江西		
	脐柑	湖南、江西、四川										湖南、江西、四川	
	冰糖橘	湖南、四川、湖北											
桃类	油桃			北京		陕西			北京、河北				
	九宝桃								陕西				
	水蜜桃						四川		北京、陕西				
提子类	红提								陕西、四川、山东、云南、福建				
	青提								这特、云南、新疆、湖南				
	巨峰葡萄								广西、云南、四川、辽宁、湖北				
热带水果类	香蕉		海南							广东			
	枇杷			福建									
	番石榴					海南					广东		
	芒果	越南				海南		广西			海南、越南		
	菠萝												
其他	冬枣								山东				
	杏果						山西、陕西、四川						
	杨梅			广西、福建									

资料来源：超市实地调研，中金公司研究部

他山之石：海外组织化、区域化的集中生产模式

- ▶ 在日本，90%以上的农民都加入日本农业协同组合（日本农协）。日本农协，目前已成为日本最大的，集生产、流通、销售服务等一体的农业中介组织，从生产端实现了农业资源的整合。例如，日本农协为农民制定生产计划，统一种植品种和技术标准，发展规模化的农业生产，降低了小规模农户产品进入市场的渠道成本。
- ▶ 在美国，农业实行规模化、区域化的集中式生产，在生产分工时进行细致的拆解，建立了区域化的集中生产产业带，根据各自气候和地理位置集中生产合适品种，例如，美国东北部的“牧草和乳牛带”，美国中、北部的“小麦带”，湖区附近的“玉米带”等。同时，由于美国现代化农业生产机械的高度普及更加使得其农业生产效率位居世界前列。



他山之石：生鲜商品的标准化生产模式

- 在欧美及日本等发达国家，生鲜产品标准化程度较高，包装生鲜产品占整体生鲜产品销售比例超过 50%，而我国包装生鲜产品占整体生鲜产品销售比例仅为 5%；
- 根据中国连锁经营协会调研，国内消费者目前选择购买预包装净菜的消费者仅占比 20%。

从农业发达国家市场经验对比来看，高度集中的农业规模化生产，是农产品标准化、品牌化的必要基础，同时也是渠道提效、下游整合的必要条件。

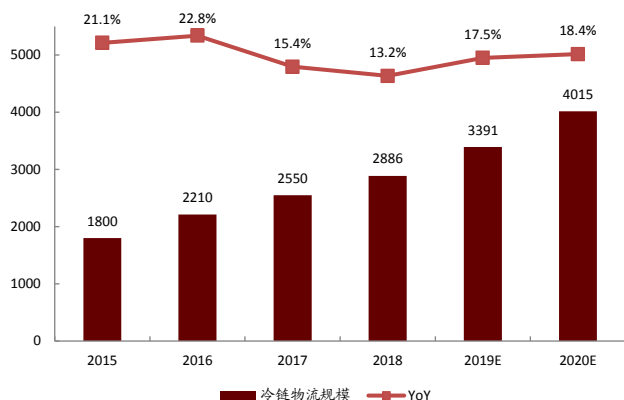
从中间经销环节来看，因为短期内国内生鲜农产品生产的高度集中化不具备成熟条件，很大程度上决定了中游的流转、经销环节的分散和多层结构：

- 散农经济更易受到价格波动周期的影响，农户更加依赖长期稳定订单与本地信任关系网络。相比较而言，短期的集中化订单与采购价格优势的大型采购平台，不如长期掌握更优质的本地信任网络的小型采购商更具备谈判优势。
- 由于缺少广泛集中化采购的基础，导致区域性的经销商众多，同时也进一步恶化了生鲜产品在周转环节的成本结构。
- 短期来看，受限于散农经济形态的特殊采购机制，我们认为区域性的一、二级经销商仍将扮演较为核心的生鲜流通代理角色。生鲜电商巨头通过需求侧的集中化订单优势快速反逼供给侧的改造升级，建立完全自营、端到端的采购部门存在较大难度。

运输与仓配：冷链设施的投资仍在处于产业早期

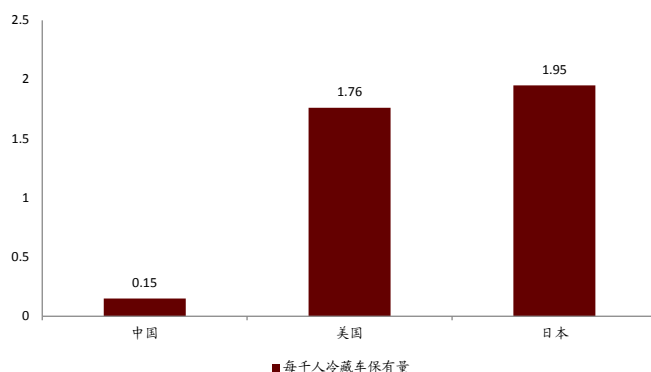
冷链体系是生鲜履约体系的核心基础设施之一。对比发达国家，从市场规模及人均指标来看，我国的冷链物流仓配投资仍然处于早期阶段。

图表 16：中国冷链物流市场规模，亿元



资料来源：中物联冷链委，艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 17：每千人冷藏车保有量对比，2019 年，辆/千人



资料来源：中物联冷链委，艾瑞咨询，中金公司研究部

他山之石：海外已完成冷链物流体系的早期投资

欧美及日本等发达国家在很早就开始了冷链物流的建设，经过多年的发展，目前已形成较为成熟完善的冷链物流体系。根据商务部统计数据显示：

- 欧美、日本等发达国家易腐生鲜食品的冷链流通率为 95-98%，冷藏运输率为 90%；
- 而我国目前各生鲜品类的冷链流通率仅为 22%-41%，冷藏运输率为 35%-69%，且物流运输期间经常存在冷链中断的情况。

我国冷链物流体系尽管发展迅速，但较海外还存在一定差距。例如我国冷库总量仅有 6053



万吨，供应缺口约 70%。我们认为冷链物流作为生鲜产业链中的重要一环，仍存在较大的改善空间，冷链物流体系的发展将进一步降低冷链配送的边际成本，并帮助加深生鲜电商的消费者渗透。

图表 18: 国内外生鲜产业链情况对比

		中国	英国	美国	日本
生产	生产集中度	生产碎片化，分散化，小农生产众多	一半产品依赖进口，国内生产区域化/规模化	专业化/区域化生产，全国性现代化分工	农业协会组织集中生产
冷链物流	冷链流通率	22%-41%	95%-98%		
	冷藏运输率	35%-69%	90%		
	腐坏率	25%	低于5%		
流通方式	主要流通方式	多层次批发市场，各层级市场议价形成价格和流通，环节繁复	少数生鲜产品供应商或基地供货，供应商承担质量管控和物流，链条较短	本国零售巨头产销直挂	多层次批发市场，一级市场大批发商主导，农协协调
	流通链条	长	短	短	长
购买渠道	主要购买渠道	农贸市场	超市	超市	超市
	超市占比	36.0%	73.0%	66.0%	69.5%
产品	标准化	低	高	高	高
	包装产品占比	4.9%	61.5%	50.2%	48.0%

资料来源：Euromonitor，易观，商务部，中金公司研究部

综合来看，通过供应链多个环节的海外对比，我们可以清晰的观察到，中、外互联网对生鲜零售的线上化渗透发生在产业发展的不同阶段：以英、美、日为代表的生鲜电商化升级讨论背景发生在产业各链条均较为成熟的阶段，线下连锁生鲜商超的渗透率较高，且已经较好满足本地消费者的生鲜消费需求；中国的生鲜电商发展几乎与线下生鲜零售业态发展和升级同步进行，我们认为新一代消费者可能在农贸市场缓慢向线下商超业态交接过程中，直接跨越到在线生鲜采购模式。



生鲜电商商业模式研究

互联网商业模式创新依赖技术升级、用户需求的进化以及产品设计的创新，三者缺一不可。过去几年间，我们看到生鲜商业模式创新的背景趋势如下：

图表 19：生鲜电商创新的背景趋势——“天时”、“地利”、“人和”

技术升级	需求变化	产品创新
<ul style="list-style-type: none"> - 智能手机在低线城市、农村的全面普及 - 机器人帮助仓配提效 - LBS 应用越发成熟 	<ul style="list-style-type: none"> - 外卖到家、O2O 消费习惯的成熟 - 互联网用户对便捷性和服务质量的要求更高 - 社交化购物习惯的成熟 	<ul style="list-style-type: none"> - 移动支付、账户体系成熟 - 微信小程序的功能升级 - 创新的仓、店设计 - 创新的团长分销体系

资料来源：中金公司研究部

具体来看，生鲜电商商业模式创新主要遵循以下几条主线：

“到家”服务的流行

- ▶ 外卖行业的快速发展创造了“到家”服务的普及，加速了用户为到家服务付费的习惯养成。
- ▶ 对消费者而言，从服务便捷性角度，“到家”相较“到店”服务有明显的优势；对商家而言，“到家”服务弱化了店面线下流量获取的限制，为单店坪效打开了新的增量空间。
- ▶ “到家”模式解放了零售店面的束缚，从而创造了全新的仓店形态。例如前置仓模式选择放弃实体店面来接待消费者，转而优化“前置仓”的分拣和码货设计，来满足配送环节的效率需要。

去中心化的用户触达模式

- ▶ 以拼多多、社区团购等为代表的社交拼团模式，通过按需采购模式大幅提升履约效率。
- ▶ 以抖音、快手为例的短视频平台，帮助解决了生鲜营销的核心痛点——消费者无法了解生鲜产品的生产、加工、包装等环节的直观体验，减轻了消费者在线生鲜消费的信任障碍。

生鲜超市“走向社区”

- ▶ 伴随城镇化进程的推进，国内的主流居住社区形态逐渐成熟，以封闭、高密度小区为核心的社区生鲜零售模型被逐步挖掘。
- ▶ 从传统的农贸市场，到大型商超，到 500 m² 左右的中型生鲜店，再到社区小店，生鲜超市变得更轻量化和小型化，同时在地理上无限靠近消费者的生活半径。

基于对以上背景趋势的理解，我们对当前主流生鲜电商商业模式分类如下：



图表 20: 生鲜电商部分商业模式列举

	前置仓模式	“到店”+“到家”	社区生鲜零售		平台模式
			社区生鲜小店	社区团购	
参考案例	美团买菜 叮咚买菜 朴朴超市 菜划算 每日优鲜 又鲜又快	盒马鲜生 7Fresh 超级物种 大润发 宜品生鲜	钱大妈 肉联邦	兴盛优选 同程生活 十荟团	美团闪购 达达集团 京东到家 饿了么
商业模式	<ul style="list-style-type: none"> 无实体门店迎客，中小型仓储分布在用户3公里范围内 用户APP下单，平台自动派单给最近的前置仓进行分拣配送 	<ul style="list-style-type: none"> 以线下连锁经营店面作为主体，满足消费者线下选购需求； 同时提供线上下单入口，提供分拣、配送服务 	<ul style="list-style-type: none"> 以分布在社区内面积不大于70平米的小型实体店为运营主体 通常采用加盟制度，由平台统一供货、提供零售服务 	<ul style="list-style-type: none"> 由小区团长通过微信进行营销和订单管理 团长通常为小区各种小店店长，或者赋闲的宝妈 	<ul style="list-style-type: none"> 为各类商超、夫妻老婆店提供线上营销以及线下配送服务
服务主体	公司	公司	加盟店主	社区团长	平台商户
履约方式	配送	配送/到家	自提/到家/配送	自提	平台商户
履约效率	半小时	视距离而定	据履约方式而定	次日	视距离而定

资料来源：36kr，百度百科，中金公司

前置仓模式

前置仓模式指的是在传统由城市中心仓负责分拣、配送到户的模式基础上，改为更加靠近社区的小型生鲜仓作为最后一公里配送的起点，进而完成即时配送的商业模式。

传统的生鲜电商通常以城市中心仓作为仓储核心，由冷链车负责城市内部的配送到户，例如英国的生鲜电商领头羊 Ocado。由于国内的冷链仓配体系投资仍在早期，冷链服务的价格较高，平均每单的冷链配送成本超过 20 元（2015 年），超出大部分消费者能够承受的单一履约成本范围，从而推动了仓配模型在国内的本地化创新。

以每日优鲜为代表的新一代生鲜电商从 2015 年开始，大规模尝试和推进前置仓模式的应用。同时配合国内较为完善的同城配送体系，率先市场推出了小时达甚至半小时达的即时配送体验，找到较好的产品市场匹配模型（product-market-fit），成为当前较为主流的高线城市生鲜电商核心模式之一。

我们选取前置仓模式较为典型的三家公司作为研究代表，相关信息如下：



图表 21: 前置仓模式代表公司

	每日优鲜	叮咚买菜	朴朴超市
成立时间	2014 年 11 月	2017 年 4 月	2016 年 6 月
发源地区	北京	上海	福州
投资人情况	元璟资本、光信资本、腾讯投资、华创资本、联想投集团、Tiger 中国基金、时代资本、高盛、保利资本、华兴、浙商创投等	涌铎投资、好未来、高榕资本、红星美凯龙、达晨创投、Tiger 老虎基金、今日资本、CMC 资本、红杉资本中国、龙湖资本、贝塔斯曼投资基金、星界资本等	高榕资本等
创始人	徐正，原联想佳沃业务负责人	梁昌霖，互联网连续创业者	陈木旺，零售行业资深从业者
覆盖人群	一、二线城市白领	一线城市主力消费人群	社区年轻消费者
选址逻辑	一、二线城市密集居住区域	一线城市核心居住区域	一、二线城市居民区
前置仓大小	150 m ² -300 m ²	300 m ²	600 m ²
获客方式	主要通过在线营销	线上与线下地推并行	线上与线下地推并行
SKU 数量	2,000+	1,700	4,000

资料来源：IT 桔子，36kr，中金公司研究部

“到店”+“到家”的仓店模式：

“到家”+“到店”模式又被称为仓店一体化模式，消费者既可以通过线上下单要求配送，也可以前往实体店铺进行店内购物。可以认为生鲜电商的“到家”+“到店”模式，是餐饮到家模式的自然衍生，是消费者的生鲜到店消费需求的线上分流。

由于需要线下实体店铺的经营作为基础，“到店”+“到家”更加偏近传统的线下生鲜零售业态，例如非常依赖店铺选址、货架管理和店内的经营效率。通过调研我们也发现大部分的传统连锁生鲜超市依然主要通过线下门店来贡献主要订单来源。

另一方面，伴随消费者端的需求逐步分化，以及疫情对消费习惯的加速改造，我们认为“到店”+“到家”模式中的“到家”服务将稳步渗透，有望成为线下生鲜连锁店的核心订单来源之一。

我们选取“到店”+“到家”模式较为典型的三家公司作为研究代表，相关信息对比如下：

图表 22: “到家”+“到店”代表公司

	盒马鲜生	高鑫零售	宜品生鲜
成立时间	2014 年 11 月	1998 年	2017 年 11 月
发源地区	上海、北京	上海	合肥
投资人情况	阿里巴巴	阿里巴巴、IPO	今日资本、腾讯投资、美团龙珠资本、钟鼎资本
创始人	侯毅，原京东供应链负责人	由台湾纺织企业润泰集团总裁尹衍梁创设	江建飞，原永辉超市华东区负责人
覆盖人群	一、二线城市中高收入人群	各省、区域主流消费人群	一二三线城市主流消费群
选址逻辑	一、二线城市核心地段为主	人群密集的城镇中心	居住密集的社区周围
仓店占地面积	4,000 m ² -10,000 m ²	>10,000 m ²	400 m ² -800 m ²
获客方式	线下+支付宝等渠道推广	线下流量为主	线下流量为主
SKU 数量	4,000	>15,000	1,800

资料来源：IT 桔子，36kr，中金公司研究部



对于成熟的线下生鲜零售店，“到家”服务是“到店”基本盘的有益补充。对于生鲜零售业主而言，“到家”业务的重要性与店铺面积大小呈现较高的相关性。通常来讲，大型商超的 SKU 更加齐全，但覆盖的社区范围也较为有限。到家服务能够有效的补充线上运营空间，拓展店面的经营杠杆，拓宽店面的覆盖范围。

社区生鲜电商

国内的社区形态与欧、美、日等海外社区形态存在较大差异。由城镇化带动的集中式住宅小区社区模型，将类似社会阶层、收入水平、消费习惯的家庭消费者，密集安排在封闭的社区内。典型的住宅小区可以容纳 3000 户以上的家庭，具备楼层高、小区大、社区相对封闭的特征。

我们认为以“小区”为主体的社区形态，是国内的生鲜电商模式创新的核心背景变量之一。

社区生鲜电商——社区生鲜小店

以近几年在华南地区快速渗透和扩张的社区生鲜小店模式为例，面向社区内部相对稳定的客群提供近距离的服务，能够在以下两个方面体现出明显的差异化优势：

- ▶ 从精选 SKU 切入，做生鲜商品的高周转率以提高坪效和盈利模型。以钱大妈、肉联邦为例的社区小店一般选择从肉类等核心单品切入，通过高频、新鲜的肉类供给与小区消费者建立通畅的需求收集管道。通过这种模式，平台有能力针对每个小区的消费者群体建立比较清晰的品类需求和消费习惯画像，从而减少每日的损耗和库存。
- ▶ 将距离上的优势转化为服务优势。通过近距离的设店和服务固定的小客群，社区生鲜小店可以提供包括“到家”、“到店”以及“自提”等多样化的履约方式来满足消费者不同场景下的需求。长期来看，在与小店周边消费者的信任关系逐步建立之后，也可以选择切入私域流量运营做社区团购模型，进一步打开线上运营的空间。

我们选取社区生鲜小店模式较为典型的两家连锁加盟品牌作为研究样本，相关信息对比如下：

图表 23：社区小店代表公司

	钱大妈	肉联邦
成立时间	2014 年	2013 年
发源地区	东莞、深圳为核心的华南地区	华南地区
投资人情况	和君资本、京东、启承资本、高榕资本、瑞盛投资、光源资本、泰康保险等	A 轮获得美团龙珠资本数千万元人民币投资
创始人	冯翼生，资深零售从业者。多年农产品超市管理经验	陈升，壹号食品董事长
覆盖人群	30 岁以上全职妈妈或者退休主妇	覆盖人群 30 岁以上全职妈妈或者退休主
选址逻辑	住宅区，门店最短距离 250 米，客流要求 1000 户-1500 户	核心住宅区
门店数量	1700	500
交易规模，元/月	~7 亿	~1 亿
单店面积	50 m ² -100 m ²	50 m ² -100 m ²
获客方式	依赖门店线下获客	依赖门店线下获客
SKU 数量	500，前端门店少于 300	500，主打肉蛋奶等高频 SKU

资料来源：IT 桔子，36kr，中金公司研究部



我们将 50 m²-100 m² 的社区生鲜小店，与 400 m²-800 m² “到家”+“到店”仓店模式进行明确区分的核心原因在于：

- ▶ 50 m²-100 m² 的社区生鲜小店受制于商业模式的定位和店面面积的限制，主要经营包括肉、蛋、奶和部分水果、蔬菜在内的核心生鲜 SKU，尚无法满足用户对跨品类一站式购物体验，以及同一品类分档次、分产地的生鲜消费需求，更加贴合包括华南地区消费者每日买菜、当日下厨的便捷性需求。
- ▶ 400 m²-800 m² 以及更大面积的“到家”+“到店”仓店模式的定位则更加通用化。虽然经营更宽谱系的 SKU 牺牲了整体的货品周转效率，但是满足了普通消费人群对于“一站式购物体验”的诉求，特别是那些习惯一次性超量采购食材并进行囤积的消费者群体。
- ▶ 生鲜小店模式本身具备较强的服务属性，有进一步切入社群运营、社区团购业务的潜在可能。

社区生鲜零售——社区团购

社区团购模式本质上是以传统社交拼团电商模式的“线下社区”化版本。它与拼多多为代表的社交拼团模式有以下类同之处：

- ▶ 依赖微信生态，特别是微信群+朋友圈为核心的私域环境，以及微信小程序、微信支付带来的交易基础设施。
- ▶ 依赖“爆品”+“拼团”的强运营打法。
- ▶ 裂变、分销激励机制带来的流量获取红利。

同时，相对于以拼多多为代表的传统生鲜团购模型，社区生鲜团购由于植根于社区内部而在履约效率层面具备显著的优势。

我们选取了社区团购几家头部平台作为研究样本，相关信息对比如下：

图表 24：社区团购代表公司

	兴盛优选	十荟团	同程生活
成立时间	2014 年	2018 年	2018 年底
发源地区	湖南长沙地区	北京	苏州
投资人情况	金沙江资本、真格基金、今日资本、腾讯投资、KKR 等	真格基金、华创资本、愉悦资本、启明创投等	同程资本、亦联资本、YY 欢聚时代、君联资本、百果园、真格基金、金沙江创投、微光创投、贝塔斯曼创投
公司背景	零售连锁品牌芙蓉兴盛孵化	2019 年由十荟团和你我您合并而成	由母公司同程集团孵化
创始人	岳立华，芙蓉兴盛创始人，资深零售从业者	原十荟团的联合创始人陈郢，担任新十荟团的董事长和联席 CEO。	何宇鹏，曾任同程旅游高级副总裁
覆盖人群	低线城市，价格敏感型消费者	二三线城市价格敏感性消费者	二三线城市价格敏感性消费者
选址逻辑	低线城市成熟社区	低线城市成熟社区	中低线城市成熟社区
团长类型	以社区便利店店主为主	小区店主、宝妈等	小区店主、宝妈等

资料来源：IT 桔子，36kr，中金公司研究部



他山之石：海外生鲜电商代表样本研究

OCADO

英国作为全球生鲜线上渗透率最高的市场,诞生了以 Ocado 为代表的生鲜电商模式。OCADO 主要覆盖人口密度高的大伦敦区域。其经营模式可以概括以下几个特征:

- ▶ 以城市中心仓为核心的纯线上经营模式。OCADO 没有线下的实体商超, 凭借其自主研发的冷链物流技术和智能仓配系统, 以中心仓为主体高效地完成订单履约。
- ▶ 定位在线综合商超模型。OCADO 生鲜产品数量众多 (约 58000 个 SKU)。2019 年销售额达 16 亿英镑。

尽管 OCADO 城市中心仓配送到家的模式缩短了供应链环节, 且具备一定规模效应, 但由于其毛利暂且不足以覆盖其高昂的自建物流成本, 电商业务仍处于亏损状态。

Oisix

日本的生鲜电商公司 Oisix 成立于 2000 年, 区别于 OCADO 的自营自建仓配体系模式, Oisix 经营模式主要有以下几个特点:

- ▶ Oisix 从服务上游农户的生产加工环节切入, 通过提升农户的生产效率和生鲜产品的标准化程度进行收费并绑定农户的合作关系。
- ▶ 专注销售有机蔬果, SKU 约 3300 个。
- ▶ Oisix 注重轻资产模式, 配送也交由日本的第三方物流进行履约配送。

由于 Oisix 没有自建物流费用拖累, 且主要覆盖日本高端人群, 主打本土和优质概念, 产品定价高端, 毛利接近 50%, 目前处于长期稳定盈利的状态。

图表 25: 国内外生鲜电商代表企业商业模式对比

	盒马鲜生	每日优鲜	OCADO	Oisix	Amazon Fresh	Instacart	Direct Fresh	Walmart Grocery
国家	中国	中国	英国	日本	美国	美国	美国	美国
模式	到家+到店	到家	到家	到家	到家+到店	到家	到家	到家+到店
覆盖区域	高线城市高密度区域	高线城市高密度区域	大伦敦地区	全日本	发达城市	全美国	纽约及附近	全美国
客单价	90元	80元	103英镑	/	/	/	/	/
SKU	4000	1800	58000	3300	10万	超市SKU	/	门店SKU
销售额	400亿	~100亿 (2018)	16亿英镑 (2019)	710亿日元 (2019)	/	/	/	/
毛利率	30-35%	20-30%	29%	47%	/	/	/	/
仓储体系	仓店一体	前置仓	中心仓	无	亚马逊+全食	无	中心仓	沃尔玛
配送方法	自营配送	自营配送	自营配送	第三方配送	亚马逊配送	众包运力	自营物流配送	自营配送+到店
配送速度	30min	30-60min	次日达	次日达	次日达	1小时达	次日达	自提/配送
运费	免运费	10元免运费	40英镑免运费	324日元	5.99美元	4-8美元	6-8美元	8-10美元
免运费会员	/	/	/	/	119美元 Prime会员/年	99美元/年	129美元/年	99美元/年
盈利情况	部分门店盈利	亏损	电商亏损, 供应链服务盈利	盈利	亏损	亏损	亏损	亏损

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



通过对海外生鲜电商模式的研究，我们观察到以下阶段性的现象：

- ▶ **生鲜商品的毛利空间，是整个模式盈利的长期最有力的支撑因素。**毛利的空间来自于对上游生鲜农产品生产环节的改造升级和长期合作、绑定；
- ▶ 部分零售平台选择将高昂的生鲜配送成本作为平台会员体系的核心权益，通过会员的交叉购物进行履约成本的分摊，充分利用生鲜电商的入口价值。



生鲜电商模式盈利能力分析

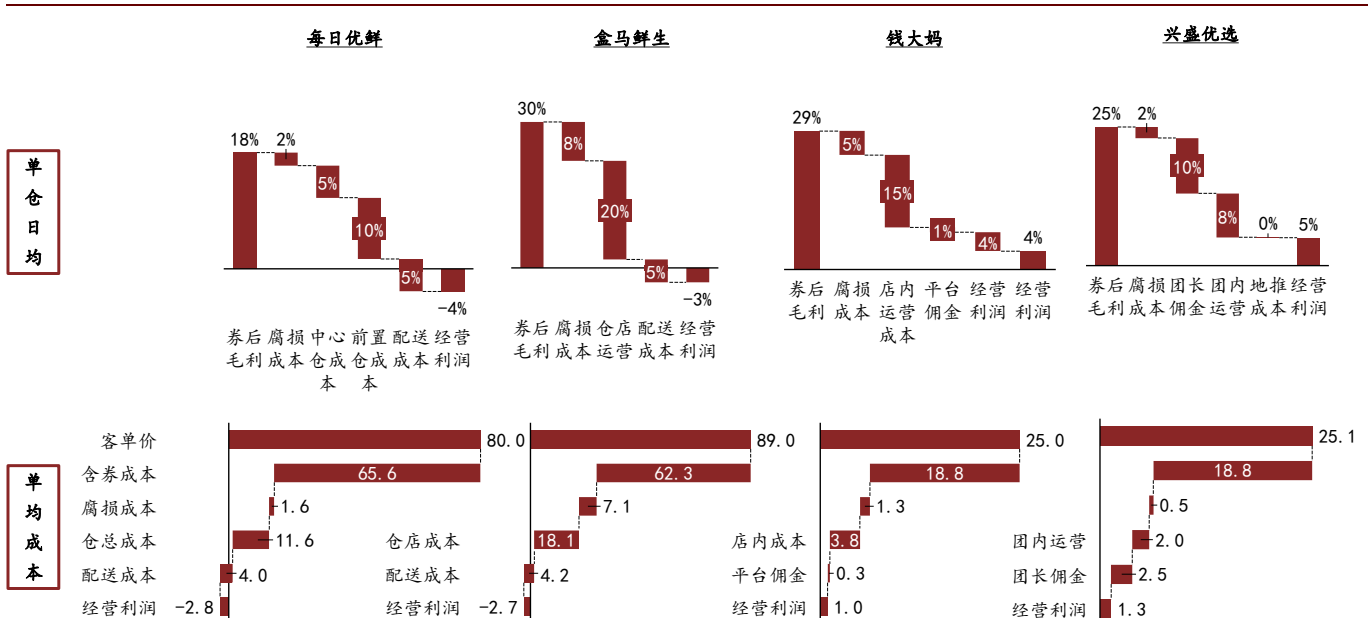
为了更加深入了解各种生鲜电商模式的盈利能力和驱动因素，我们对当前各家生鲜电商单店/仓/团经营模型进行拆解，并对比了各家的单均成本结构。为了排除疫情因素的影响，本章节选取了各样本公司疫情前的经营数据作为对比分析的基础。

图表 26：主流生鲜电商公司样本研究

	前置仓模式		“到家”+“到店”		社区生鲜电商	
					社区小店	社区团购
公司样本	每日优鲜	叮咚买菜	盒马生鲜	谊品生鲜	钱大妈	兴盛优选
日单量	1,000	1,200	6,000	1,800	600	50
城市/区域	北京	上海	北京	合肥	东莞	长沙
占地面积, m ²	300	300	6,000	600	60	/
SKU	2,000+	1,700	4,000	1,800	500	100

资料来源：艾瑞咨询，36kr，中金公司研究部

图表 27：主流生鲜电商模式代表公司单位经济，单均成本：元



123

资料来源：36kr，生鲜榜，艾瑞咨询，中金公司研究部

通过不同生鲜电商模式横向比较可以看到：1）垂直化经营的到家模式仍然面临行业性的亏损压力；2）社区生鲜电商受益于更轻的履约模式，UE 成本结构更优，盈利压力较小。

营销获客模式对比

上述成本分析未包含营销获客成本以及其他总部成本。由于营销侧的放大投入依赖单位经济模式的优化、扭亏。只有在单位经济盈利能力经过大规模验证后，资本将加速投入，行业可能进入规模化扩张阶段，届时将持续快速摊薄总部成本。从营销获客角度，我们分析对比了上述各商业模式之间的差异性如下。

¹ 样本均选取各种模式中的典型样本。为了排除疫情因素干扰，均选取均为疫情前运营水平。下同。

² 此处采购成本均包含优惠券、代金券相关运营成本。

³ 由于采样不同，需要注意不同的店、不同采样的月份可能对样本分析造成较大偏差。



图表 28：生鲜电商营销获客模式对比分析

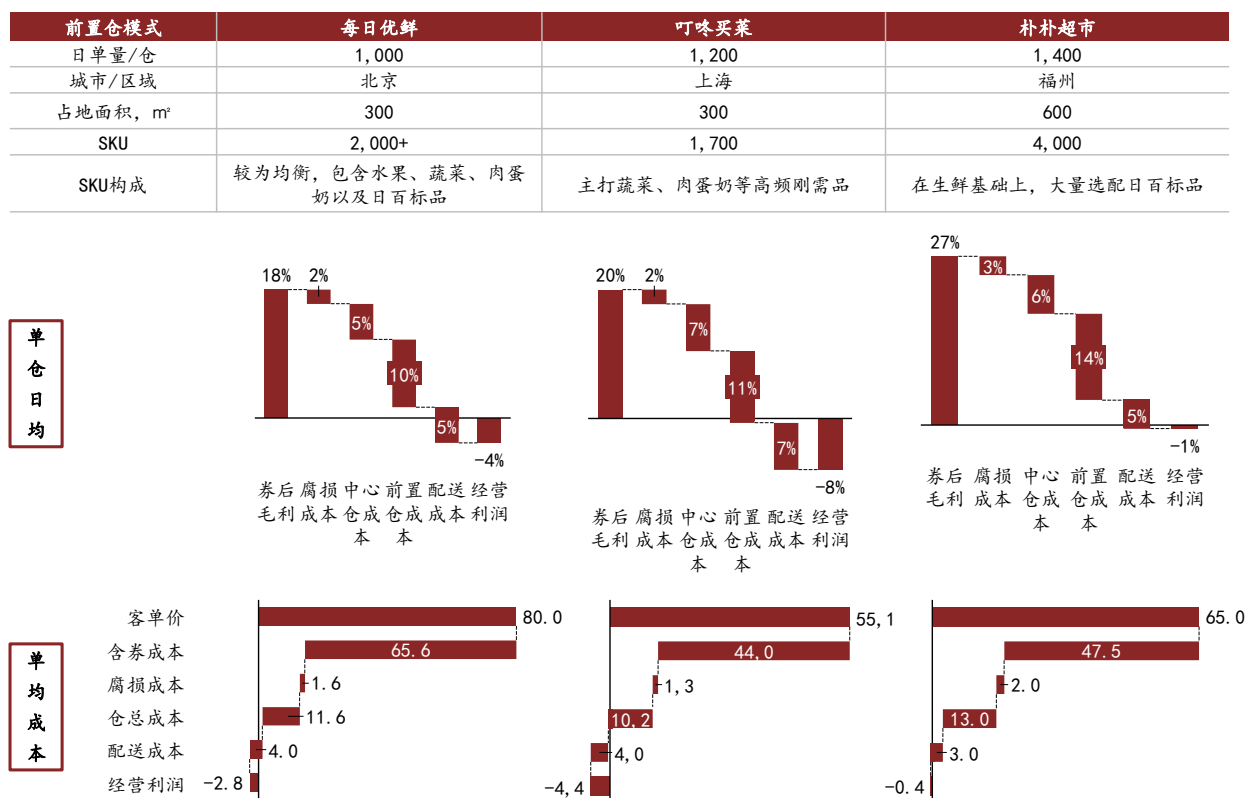
	前置仓模式		“到家”+“到店”		社区生鲜电商	
	每日优鲜	叮咚买菜	盒马生鲜	高鑫零售	社区小店	社区团购
公司样本	每日优鲜	叮咚买菜	盒马生鲜	高鑫零售	钱大妈	兴盛优选
获客模式	线上获客为主，广告投放+裂变营销	小区地推为主，线上推广同步	与支付宝合作获取用户入口	门店获客为主，通过淘鲜达线上营销	门店获客为主	2b2C 社群裂变模式，团长裂变+私域获客
获客成本	~200 元/活跃用户；获客费用率~5%	30+元/下单用户	主要为房租成本，以及代金券成本	房租成本；“淘鲜达”在线营销成本	房租成本	~10 元/活跃用户，
流量属性	一线城市白领用户为主	成熟的一线城市社区用户	一线城市高端白领用户	一二三线城市社区用户	具备较强私域属性	低线城市为主，私域流量

资料来源：36kr，生鲜榜，艾瑞咨询，中金公司研究部

前置仓模式

具体从单个模式来看，前置仓模式是过去几年间竞争最为激进，同时也是互联网化更为彻底的生鲜电商模式。我们选取了其中最具有代表性的每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市的典型仓库作为研究目标，各家公司疫情前的单仓经济数据对比如下：

图表 29：生鲜电商主流模式典型样本单位经济对比，单均成本：元



资料来源：36kr，艾瑞咨询，生鲜榜，中金公司研究部

⁴ 前置仓模式中，不同仓样本的选择最终呈现的运营数据存在较大差异，不同月份的样本选取也存在运营结果上的巨大差异。此处的样本数据仅做模式对比分析用，无法完全代表各家公司真实运营状况。



在进一步考虑总部成本的情况下，前置仓单仓整体盈利仍然面临较大难度。具体来看，其成本结构有以下几个特点：

- ▶ 中心仓+前置仓的总运营成本占比 15%-20%，包含仓内的人员成本、租金、水电、折旧摊销相关成本。仓内运营成本相对刚性，受到占地面积与 SKU 构成的影响。朴朴超市由于 SKU 的扩充和日杂标品的加入，进一步增加了仓内运营的费用率；
- ▶ 在具体的 SKU 选择上：叮咚买菜精简 SKU 主打蔬菜、肉蛋奶等刚需高频品类，一定程度提升了单仓每日单量，提升了单仓的周转效率；而朴朴在福州地区推出了涵盖大量日百标品的 SKU 选择，大幅提升了毛利水平。
- ▶ 配送服务成本占 5%-7%。前置仓的生鲜配送服务由于距离相对较短（1.5 公里），订单时间分配更为均匀，每单成本在 3-4 元左右，大幅低于外卖配送每单 7 元左右的成本；尽管这样，由于当前的行业竞争环境，此部分费用较难转嫁给消费者，为前置仓模式的盈利添加了较大的障碍。
- ▶ 腐损率控制在 2%-3%左右的较低水平。前置仓模式具备相对完善的冷链仓配和分拣环境；另一方面，前置仓团队多数内部自建领先的模型和数据团队，帮助进行需求的预测和货品的管理，进一步提升了每个前置仓的周转效率。

综合来看，前置仓模式成本结构的优化的空间，来自对周围消费者需求充分理解的基础上，对 SKU 的合理优化，例如增加日百标品来提升毛利水平，或增加菜肉品类，增加单仓周转效率。

以福州朴朴超市为例，朴朴超市定位“线上商超”模型，成熟仓的生鲜 SKU 占比不超过 30%，用生鲜商品的高频特性搭配大量的日杂标品进行销售。与之对应，朴朴超市放弃传统的小型前置仓，而选了 400 m²-800 m²范围的中型前置仓，来满足更多 SKU 的仓储和配送需求。

以一线城市的典型前置仓模型为例，我们尝试对前置仓模式的盈利能力做以下测算：

图表 30：前置仓模式盈利性分析

客单价 \ 毛利率	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%
50	-16.0%	-14.0%	-12.0%	-10.0%	-8.0%	-6.0%	-4.0%	-2.0%
55	-13.1%	-11.1%	-9.1%	-7.1%	-5.1%	-3.1%	-1.1%	0.9%
60	-10.7%	-8.7%	-6.7%	-4.7%	-2.7%	-0.7%	1.3%	3.3%
65	-8.6%	-6.6%	-4.6%	-2.6%	-0.6%	1.4%	3.4%	5.4%
70	-6.9%	-4.9%	-2.9%	-0.9%	1.1%	3.1%	5.1%	7.1%
75	-5.3%	-3.3%	-1.3%	0.7%	2.7%	4.7%	6.7%	8.7%
80	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%
85	-2.8%	-0.8%	1.2%	3.2%	5.2%	7.2%	9.2%	11.2%
90	-1.8%	0.2%	2.2%	4.2%	6.2%	8.2%	10.2%	12.2%

核心假设：
 每单腐损成本控制在 2%
 每单前置仓运营成本控制在 8 元
 每单中心仓运营成本控制在 4 元
 每单配送成本控制在 4 元
 客单价、毛利均为券后
 不考虑获客营销成本

资料来源：中金公司研究部

通过测算可得，如果通过引入日杂标品销售将毛利提升至 26% 水平以上，同时单价保持 70 元以上，前置仓模式将获得更好的盈利空间。在 SKU 中扩充日杂标品的过程中，通常选择线下社区零售业态相对落后的区域，同时需要在选址过程中满足 400 m²-800 m² 的仓配面积要求。

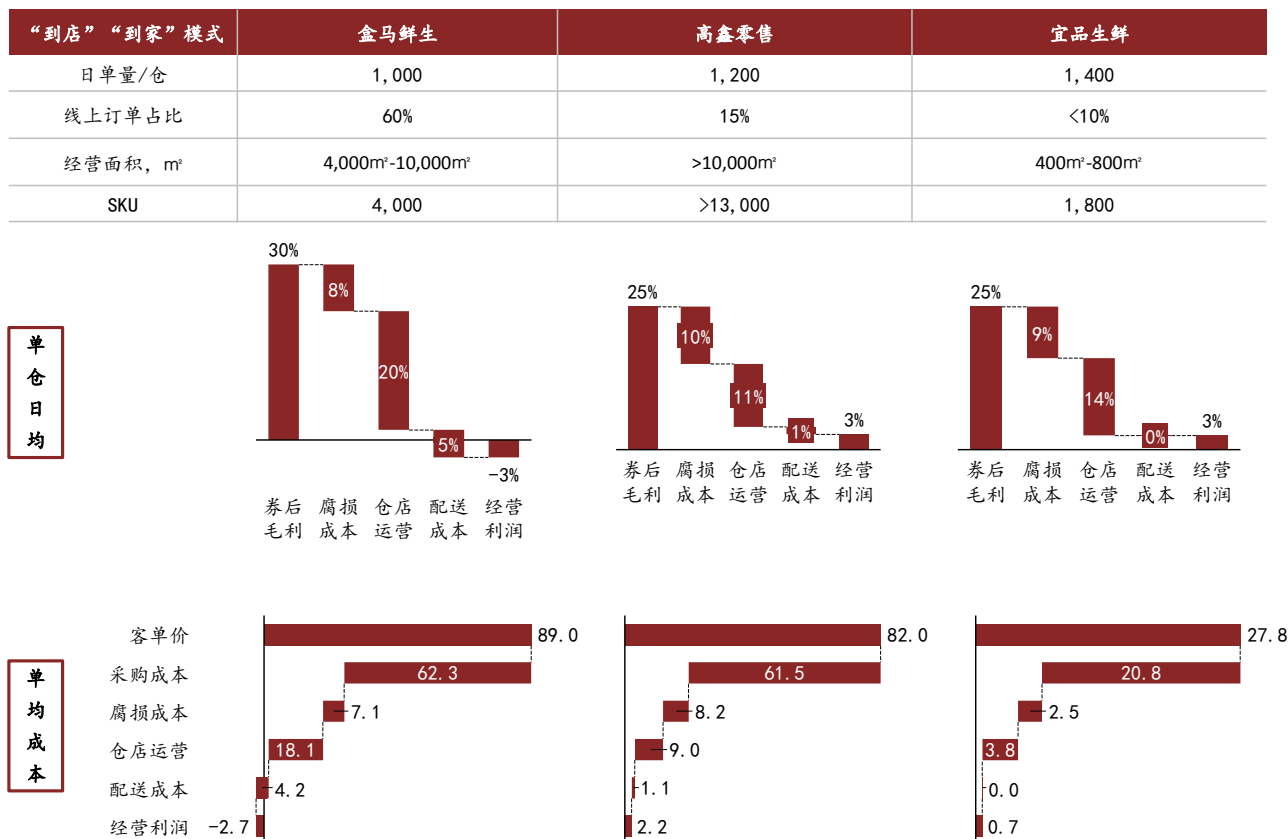


“到家”+“到店”模式

“到家”+“到店”的仓店一体化模式，是以线下连锁经营的基础之上，同时利用线上化运营拓宽单店的经营半径来提升坪效和盈利的综合经营模式。

经过筛选，我们选取以下几家具有代表性的“到家”+“到店”公司作为参照和研究样本：

图表 31：仓店一体化模式单位经济分析，单均成本：元



资料来源：36kr, 艾瑞咨询, 生鲜榜, 中金公司研究部

通过对比可以看到，“到家”+“到店”主要分为三种类型：

- ▶ 以盒马鲜生、7Fresh、超级物种为代表的“新零售”模式为例。此类模式线上订单比例通常较高，以盒马鲜生为例，成熟店面的线上订单比例通常超过 50%-60%。
- ▶ 以高鑫零售、永辉超市等为代表的传统大型商超，增加到店服务。此类大型商超零售通常具备经营面积大、SKU 全等特性，且作为当前核心的生鲜线下销售主流渠道存在。
- ▶ 以宜品生鲜为代表新型生鲜中型店。此种模式通过在 400 m²-800 m² 范围找到了较优的产品市场契合点，更好的平衡了“SKU 的丰富程度”与“商品周转效率”问题。

三种类型在“生鲜到家”探索的路径上存在不同选择，具体来看：

- ▶ 以盒马鲜生为例，主打一线城市高端人群的消费升级需求。据中国连锁经营协会数据，盒马鲜生是 2019 年中国超市百强榜单中销售额增长最快的品牌，全年销售额预计超过 250 亿人民币。另一方面，由于受高昂的仓店运营成本拖累，盒马鲜生的主店模式仍然尚未实现大规模的盈亏平衡。
- ▶ 以高鑫零售、永辉超市等线下商超巨头为例，通过与阿里、京东的深度绑定，在传统商超连锁的线上化方向走在了行业前列。据高鑫零售公告披露，高鑫零售旗下商超整



体的到家订单比例在 2019 年接近 15%。

- 以宜品生鲜、盒马 Mini 为代表的中型店模式由于其更贴近社区，以及更加合理的单店 SKU 结构和成本结构设计，成为近年来最有竞争力的生鲜商超店型模式，并且同步积极尝试到家配送、到店自取等模式。

需要注意的是，对传统线下连锁生鲜超市的“到家”改造仍然具备较高的运营门槛，大部分的线下零售连锁业态仍未实现线上化改造。当前行业竞争环境下，单纯将线下订单转化为线上订单，而不为门店创造增量收入，可能拖累线下生鲜业态的盈利能力。

以典型的 400 m²-600 m² 仓店为例，我们尝试模拟线上化订单比例的提升，以及订单量的变化对其盈利能力的影响。

图表 32: Mini 型生鲜店情景测试，横轴——订单线上化比例，纵轴——每日订单总数

线上化率 每日订单数	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
1,500	0.6%	-0.4%	-1.4%	-2.5%	-3.5%	-4.6%	-5.7%	-6.9%
1,700	1.7%	0.7%	-0.3%	-1.3%	-2.3%	-3.4%	-4.5%	-5.7%
1,900	2.6%	1.6%	0.7%	-0.4%	-1.4%	-2.5%	-3.6%	-4.7%
2,100	3.3%	2.4%	1.4%	0.4%	-0.6%	-1.7%	-2.8%	-3.9%
2,300	3.9%	3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.1%	-2.1%	-3.3%
2,500	4.4%	3.5%	2.5%	1.5%	0.5%	-0.5%	-1.6%	-2.7%
2,700	4.8%	3.9%	3.0%	2.0%	1.0%	-0.1%	-1.1%	-2.2%

核心假设：

线下 400 m²-600 m² 的 mini 型生鲜店

不考虑线上获客成本

每单配送成本 5 元（配送距离 3km）

线上订单单价为线下订单单价 75%

假设单店固定成本不变

店内人员费用率保持 5%

腐损率控制在 9%

资料来源：中金公司研究部

通过测算可以看到，线下生鲜连锁店的订单线上化面临盈利挑战，主要成本压力来自当前竞争环境下店家补贴的配送成本，以及店内增加的分拣、包装人员成本。情景模拟中，当订单线上化比例从 0% 增加到 20% 时，单店每日订单需要至少维持在 2,100 单，较当前 1,800 单的平均水平需要提升近 17%。

社区生鲜电商——社区生鲜小店：

中国封闭式高密度小区环境为社区生鲜小店业态提供了丰沃的生长土壤，居住在小区内部的消费者无需出小区，在家门口就能够亲自挑选到店挑选每日所需的生鲜食材，体验上更加贴近用户需求。而传统的大型生鲜超市无法直接复制原有经营模式的优势到社区小型店业态的连锁化经营中。不同社区之间消费者的消费习惯、品类需求等都存在较大差异。

以“钱大妈”为代表的社区生鲜小店针对社区用户的需求做了更进一步的品类管理和营销策略。社区小店通常经营面积在 40 m² 至 90 m² 之间。每个小店不仅发挥流量获取和生鲜销售的渠道作用，同时扮演消费者需求收集的“触手”角色，以及消费者的服务和运营角色。

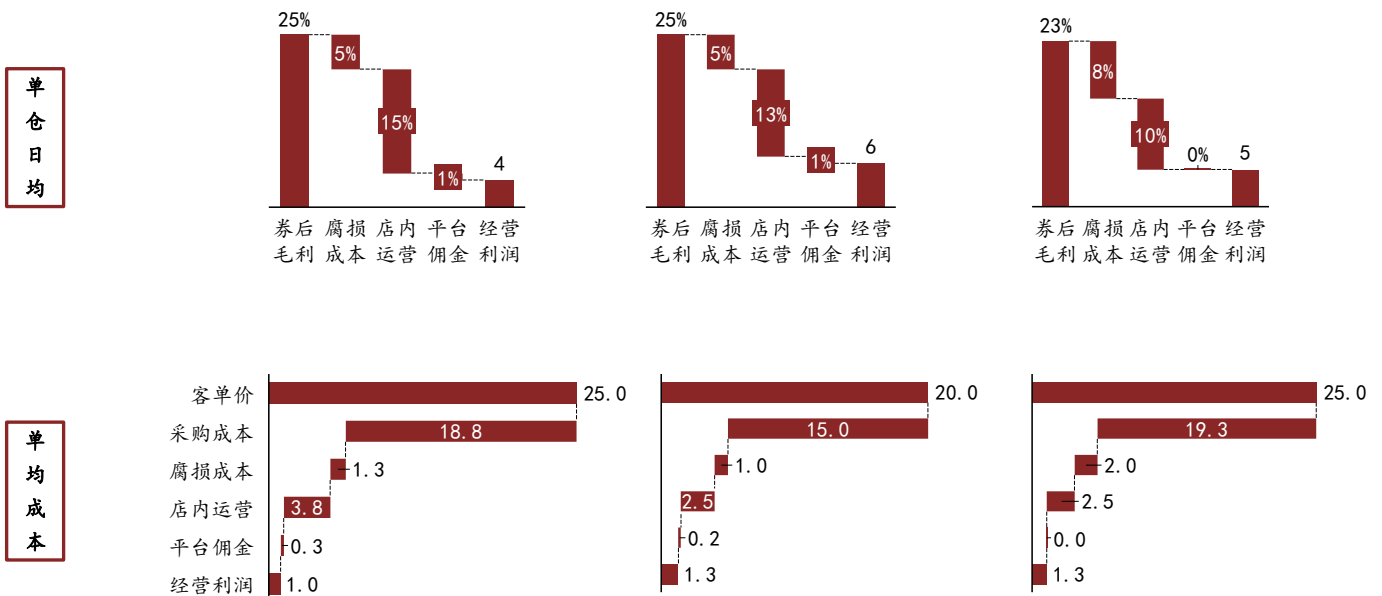
另一方面，过去几年间由传统农贸市场的果蔬批发商、肉贩子大量转型进入小区开设社区生鲜小店。这些“夫妻老婆店”大部分持有 1-2 家门店，同时动员亲属参与小店经营管理。这些夫妻老婆店受到销售规模的限制，无法形成供应链的议价优势，且大多停留在低水平的管理状态。我们认为长期来看夫妻老婆店可能被阿里、美团、京东等巨头整合，完成类连锁化的转型。



我们选取了社区生鲜小店具有代表性的“钱大妈”和一线城市主流社区的“夫妻老婆店”进行考察和对比如下：

图表 33：社区生鲜小店模式单位经济分析，单均成本：元

社区生鲜小店	钱大妈		夫妻老婆店
日单量/店	600	600	1,400
城市/区域	一线城市	二线城市	一线城市
经营面积, m²	60	60	>100
SKU	500	500	>1,000



资料来源：36kr，艾瑞咨询，生鲜榜，中金公司研究部

成熟的“钱大妈”生鲜小店，在经营模式上具备通常具备以下特点：

- ▶ 主打“不卖隔夜肉”。一方面满足了华南用户对新鲜食材的苛刻要求和每日购菜的习惯；另一方面从肉、蛋品类切入，抓住所有社区的通用、高频需求，再做进一步的 SKU 精选和扩充。门店的 SKU 基本控制在 200-300 以内，所有门店从每晚 7 点开始对肉类等生鲜产品进行打折清仓，类似的模式设计大幅提升了生鲜产品的周转和坪效的利用。
- ▶ 加盟制扩张。钱大妈现有接近 1700 家门店，大部分为加盟店。加盟模式帮忙钱大妈解决加速扩张和规模化生鲜采购的核心诉求，同时也最大程度激发了店主的主动经营诉求。
- ▶ 较高的生鲜周转效率。钱大妈所有门店从每晚 7 点开始对肉类等生鲜产品进行打折清仓。另一方面，门店的 SKU 基本控制在 200-300 以内。最大程度做到了生鲜产品的周转和坪效的利用。

整体来看，社区生鲜小店模式通过将零售终端打散到各个社区内部，经营杠杆和不确定性在每个小店被放大，要求小店较好的贴合社区消费者的需求；另一方面，国内不同区域之间的消费者需求存在较大差异，加大了社区生鲜小店模式的跨区域经营难度。例如“钱大妈”长期扎根华南地区，准确的把握了华南消费者每日购菜、追求新鲜的第一诉求，并针对化的设计了营销方案和经营模式。类似的方案并不一定完全契合华北市场消费者。同时，超过 40 万元的加盟费用和优质的加盟店主寻找，都加大了模式的扩张难度。

需要注意的是，以“钱大妈”为代表的社区生鲜小店模式，由于扎根社区、贴近消费者，在运营模式上具备较强的拓展性。“以销定产”、“社区节点”等定位，都与社区团购模式高度



吻合，我们认为存在两种模式进一步融合的可能。

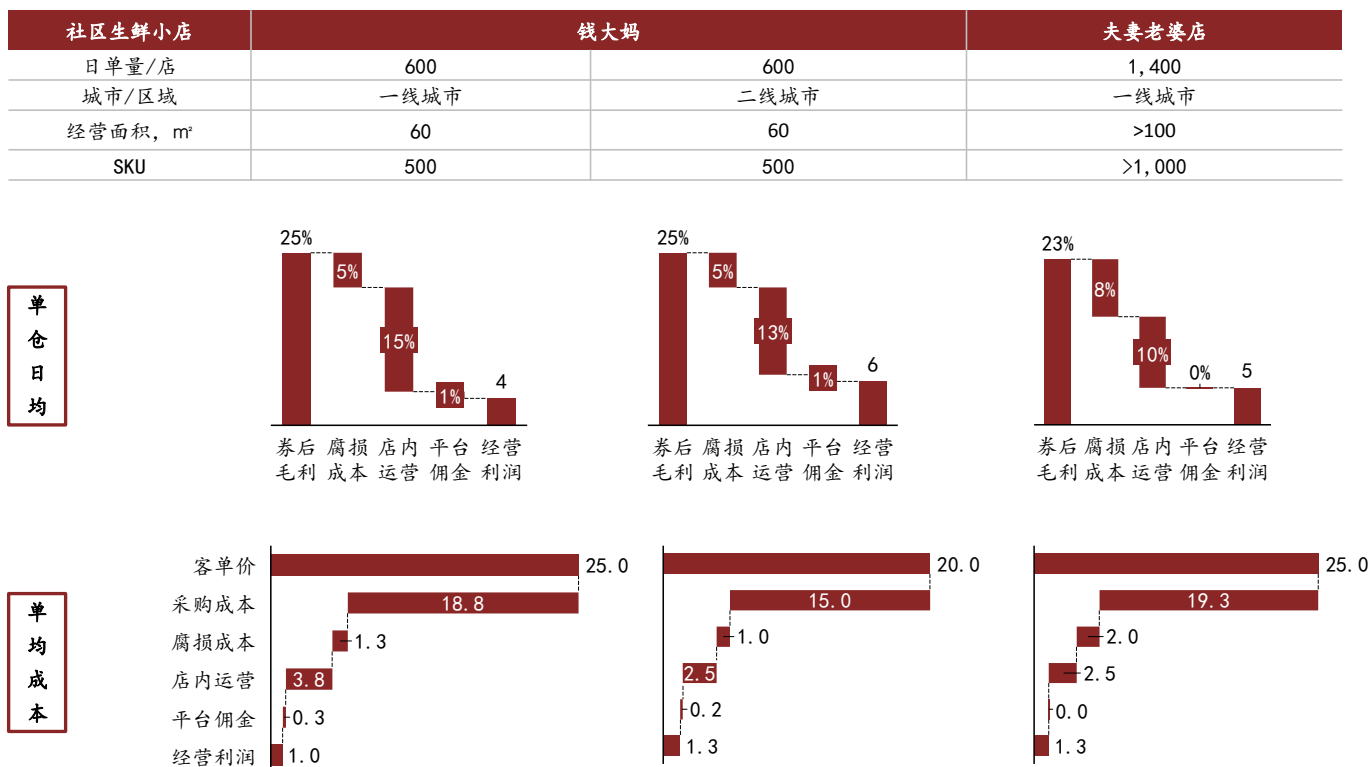
社区生鲜电商——社区团购

我们认为社区团购是传统社交拼团电商在“线下社区”维度的模式创新，同时也是最有可能打开低线城市主流生鲜消费群体的“钥匙”之一。对比其他生鲜电商模式，社区团购具备以下特点：

- ▶ 极致的“性价比”生鲜电商。社区电商主打“极致性价比”，切入中国内大部分家庭日常生鲜消费核心需求。“性价比”优势通过以下两种方式实现：1) 预售模式。通过小区微信群进行消费者订单的提前收集，提前向生鲜供应商下单，次日送达。将生鲜腐损率控制在 2% 左右。2) “爆品”逻辑。社区团购通常早期通常以爆品模式带量，团长早期只需要负责 8-10 个精品 SKU 的群内运营。后期再逐步扩充 SKU 规模增加客单价。
- ▶ 下沉市场的渗透利器。国内下沉市场的生鲜电商一直渗透率较低，核心原因是下沉市场无法承受高昂的每单履约成本；另一方面生鲜平台方也缺少更加轻量化的零售节点方案。社区团购通过小区“自提站”+“合约”式的平台雇佣关系，很好的解决了以上痛点。另一方面，极致性价比定位也较好的契合了当前下沉市场消费者的真实消费需求。

当前较为典型的社区团购公司信息对比如下：

图表 34：社区团购模式单位经济分析



资料来源：36kr，艾瑞咨询，生鲜榜，中金公司研究部

通过对比我们可以看到：

- ▶ **供应链是核心竞争优势。**兴盛优选品牌虽然于 2017 年注册成立，其孵化主体芙蓉兴盛便利商超连锁品牌在湖南地区经营已有十余年。对上游供应链有成熟的合作关系和优势议价能力。供应链的优势帮助兴盛优选有更高的毛利成本。
- ▶ **团长作为核心运营节点的重要性。**团长的佣金成本占客单价的比例在 10%-15%，在推广期可能更高。背后的原因是团长扮演了包括引流、用户运营、物业成本等核心功能。以引流为例，社区团购模式单个活跃用户成本不到前置仓模式的 10%，本质上是各位



团长分享了他的关系网络和信用背书，帮助平台解决了高昂的线上引流和转化问题。

- **跨区域经营的拓展成本。**兴盛优选在外省新区域开拓时，需要重新复制一套当地的供应链体系和仓配基础设施，同时配合更为激进的佣金机制进行团长发现和激励。通常来看前者需要长时间的逐步投入，后者需要持续的激励和挽留，一直到供应链优势和团购品牌的壁垒在当地的沉淀完成。需要后端资本投入的持续支持。

团长模式带给社区团购平台大量高效的去中心化节点的同时，也让社区团购平台的发展一定程度伫立在“散沙”之上。通过调研我们可以看到团长模式存在以下常见的现象：

- 团长没有忠诚度。由于团长和平台的“松散型雇佣关系”，团长往往选择同时挂靠多个社区团购平台。各个平台早期的竞争环境里，品牌、服务等平台核心差异化能力让位于补贴策略和佣金比例的优惠程度。平台对这些核心节点的掌控力较弱。
- 团长无法长期稳定服务。平台和团长的关系类似于滴滴和兼职司机的关系。通常来讲，兼职团长通常会逐步回归本职工作或者核心社会角色，退出平台合作的成本较低。
- 团长投入精力少。实际操作中，如果团购业务在心智上被认为是“可有可无的补充性收入”，那么长期来看团购业务的运营将逐步让位于团长的主业，并逐步减少投入的精力。

图表 35：团长月收入敏感性分析：横轴——客均单价，纵轴——每日单数

客单价 日均单数	15	20	25	30	35	40
40	1,800	2,400	3,000	3,600	4,200	4,800
45	2,025	2,700	3,375	4,050	4,725	5,400
50	2,250	3,000	3,750	4,500	5,250	6,000
55	2,475	3,300	4,125	4,950	5,775	6,600
60	2,700	3,600	4,500	5,400	6,300	7,200
65	2,925	3,900	4,875	5,850	6,825	7,800
70	3,150	4,200	5,250	6,300	7,350	8,400

资料来源：中金公司研究部

我们认为社区团购的运营重心在于团长发现和激励机制，而团长激励的核心是月佣金收入水平。通过敏感性分析可以看到，团长在理想情况下能够从平台获取每月 3,000-5,400 元左右的佣金收入，较好的匹配低线城市主流人群的收入范围，意味着经营社区团购业务能够为低线城市的团长赚取匹配自身收入水平的额外收入来源。在此基础上，社区团购具备在低线城市扩张的牢固基础。

整体来看，通过不同生鲜电商模式的对比，我们看到生鲜电商发展初步具备以下特征：1) 商业模式分化趋势明显，各细分赛道竞争格局相对明朗，头部玩家初步形成；2) 不同商业模式定位不同消费人群，满足消费者不同场景下的消费需求，存在较强的区隔化竞争态势；3) 当前阶段头部公司多选择自主“控货”、“控店”，自营配送，垂直一体化思路。



生鲜电商平台模式讨论

巨头耸立的生鲜电商战场

互联网巨头对生鲜零售的渗透体现在产业链条各个环节。我们分析对比了市场领先的互联网巨头在生鲜零售领域的战略布局如下：

图表 36：互联网巨头的生鲜平台战略布局对比

	阿 里 巴 巴	美 团	京 东	腾 讯
平台入口	<ul style="list-style-type: none"> 饿了么 天猫超市 淘宝搜索入口 	<ul style="list-style-type: none"> 美团外卖 美团APP 	<ul style="list-style-type: none"> 京东到家 京东超市 	<ul style="list-style-type: none"> 微信群 微信小程序 拼多多（参投）
同城运力	<ul style="list-style-type: none"> 蜂鸟 点我达 	<ul style="list-style-type: none"> 美团配送 	<ul style="list-style-type: none"> 达达 	
仓店综合体	<ul style="list-style-type: none"> 盒马鲜生 盒马Mini 高鑫零售（参投） 逸刻便利（参投） 三江购物（参投） 联华超市（参投） 	<ul style="list-style-type: none"> 宜品生鲜（参投） 	<ul style="list-style-type: none"> 7Fresh 永辉超市（参投） 沃尔玛（合投） 步步高（参投） 	<ul style="list-style-type: none"> 宜品生鲜（参投） 步步高（参投）
前置仓	<ul style="list-style-type: none"> 菜划算 	<ul style="list-style-type: none"> 美团买菜 	<ul style="list-style-type: none"> 京东生鲜前置仓 	<ul style="list-style-type: none"> 每日优鲜（参投）
社区生鲜	<ul style="list-style-type: none"> 驿站团购 零售通团购 十荟团（参投） 	<ul style="list-style-type: none"> 美团优选 肉联邦（参投） 	<ul style="list-style-type: none"> 钱大妈（参投） 京东小店 	<ul style="list-style-type: none"> 兴盛优选（参投） 同程生活（参投） 食享会（参投）
供应链	<ul style="list-style-type: none"> 零售通 菜鸟物流 盒马冷链 阿里巴巴数字农业 	<ul style="list-style-type: none"> 易酒批（参投） 乐禾食品（参投） 望家欢（参投） 壹号食品（参投） 网易未央（参投） 亚食联 	<ul style="list-style-type: none"> 京东冷链 京东物流 精气神（参投） 网易未央（参投） 	

资料来源：36kr，艾瑞咨询，中金公司研究部

互联网巨头的战略布局通常受到自身业务的发展路径依所限制，我们看到各家互联网公司均在生鲜电商赛道“重兵布阵”，但卡位的重点各有不同：

- ▶ 阿里巴巴——对生鲜电商供给侧大规模的投入。这种投入不仅包括对社会化仓店——大型连锁超市、社区零售连锁等模式的投资绑定，即阿里传统的平台型打法，同时也包含以盒马鲜生为代表的垂直一体化自营模式，深度涉入对源头的生鲜农产品、产销地仓储、冷链物流和农业数字化体系的投入。
- ▶ 美团——密集投资零售上游的批发平台。受限于国内高度分散化的生鲜农产品供给现状，短期内一级、二级批发经销体系仍将扮演重要的角色，具备不可提替代性。通过投资绑定核心的批发、分销体系，有助于快速掌握核心的生鲜上游资源，并与美团核心餐饮平台业务形成协同。
- ▶ 京东——延续以“快”+“好”为核心的京东战略。京东利用在自营物流仓配上的领先性和品质商品的用用户心智，搭建主打效率和品质的生鲜电商平台，并以此为核心战略与沃尔玛联合投资孵化了京东到家平台。



- 腾讯——以社交连接为核心，坚持“操作系统”战略打法。不同于其他中心化商品分发平台，腾讯以微信核心，聚焦为更多生鲜电商提供交易场所和交易工具，强化微信作为操作系统级别应用的交易属性，而非直接通过转化流量进行变现。

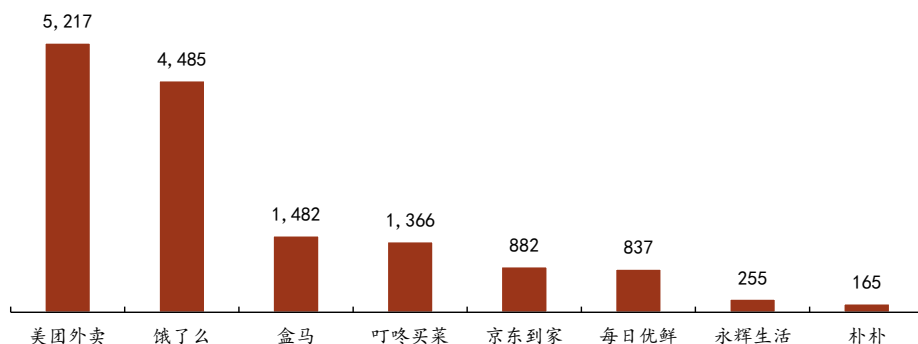
生鲜电商平台竞争分析

在初期聚合大量优质的供给是搭建双边流量平台的关键。支撑生鲜电商平台的供给需要同时满足“质”和“量”的要求。独有的优“质”供给本身具备流量效应；而大“量”的优质供给聚合则逐步形成入口。在生鲜电商业务中，优质的供给包括高性价比的生鲜商品，以及对应的高效履约服务。通常来讲，平台入口的行业竞争通常需要经过两个阶段的发展：

- **第一阶段：**各家公司通常选择垂直一体化经营模式切入，凭借更加优质的商品和服务来培养自己的独立入口。这个阶段行业的流量高度分散，没有形成统一的入口。
- **第二阶段，**伴随着用户习惯的逐步成熟，和行业竞争程度的加剧，逐步形成更为细致的行业分工。此时，平台化能力的成本优势将逐步凸显，例如同城配送运力，以及在线营销资源等。在平台化能力打造上更为领先的公司通常占据第二阶段的竞争优势。

我们认为生鲜电商的平台化竞争仍然处在第一阶段。头部生鲜公司仍然选择经营自己的APP或者小程序，并同时自营配送团队。

图表 37：头部生鲜APP月活用户对比，2020年5月，万



资料来源：Quest Mobile，中金公司研究部

国内生鲜电商自2005年诞生以来仍然处于第一阶段，发展较为缓慢的核心原因如下：

- 生鲜产品同质化严重，单纯销售生鲜商品无法最大化平台价值。
- 生鲜供应链本身的问题导致生鲜商品毛利较低，导致资本投入用于用户补贴和营销获客的投产比较低、亏损程度较大，弱化了资本的进一步投入欲望和产业加速动力。
- 生鲜产品标准化程度低，用户不信任在线渠道购买。

为了解决上市行业性问题，加速推进产业集中和平台入口建设，几大互联网公司采取了以下路径和举措：

- **直通生鲜农产品源头，进行改造、赋能。**例如盒马生鲜联合阿里数字农业，在多地建设农产品产地仓；京东物流在包括内蒙等地建设多产地仓，就地帮助农户完成生鲜产品的分拣、包装和预处理通过投资集中度相对较高的中间流转经销环节。
- 对于那些通过多年积累已经完成优质供应链打造的传统零售企业，选择用大资本进行绑定。例如阿里投资高鑫零售、京东投资永辉等等。

我们认为，新冠疫情将加速生鲜电商产业的发展进程，头部的互联网公司将受益于产业整

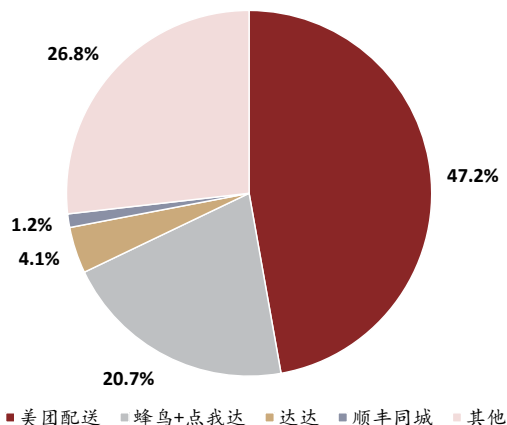


合、平台级入口的逐步形成：

- ▶ 生鲜产业链投资、整合时间周期较长，创业型公司较难通过“闪电战”快速建立非对称性竞争优势。
- ▶ 互联网公司凭借在 O2O 餐饮业务发展沉淀的同城运力调度能力，是生鲜电商平台可以复用的核心平台能力。

具体来看，同城运力的竞争格局主要由以美团、阿里、京东为首的三大平台形成寡头竞争之势，据中金公司研究部测算 2019 年行业的 CR2/CR3 分别是 67.9%/72.0%。

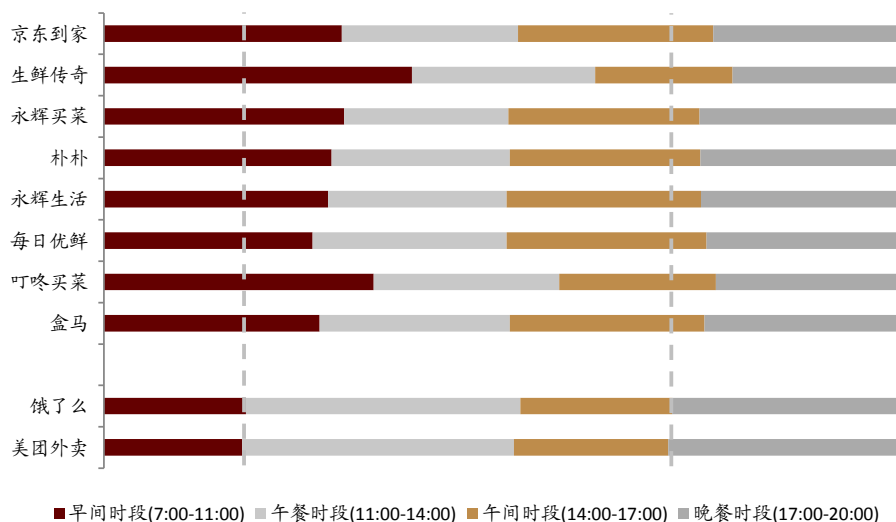
图表 38：同城运力的市场竞争格局，2019 年



资料来源：公司公告，中金公司研究部

另一方面，构成美团和蜂鸟主要订单来源的餐饮外卖业务，并发属性明显，造成运力在时间维度上的空置和不经济。生鲜电商的配送服务成本将直接受益于对现存外卖运力的闲时复用，长期将形成明显的运力边际成本优势。

图表 39：生鲜到家与外卖 APP 的每日用户活跃时间段分布



资料来源：Quest Mobile，中金公司研究部

整体而言，生鲜电商行业仍处于建立分散化服务入口竞争，互联网巨头通过多种投资布局完成对核心产业链环节的卡位阶段。我们认为新冠疫情的意外爆发则可能在一定程度上加速产业集中化进程。



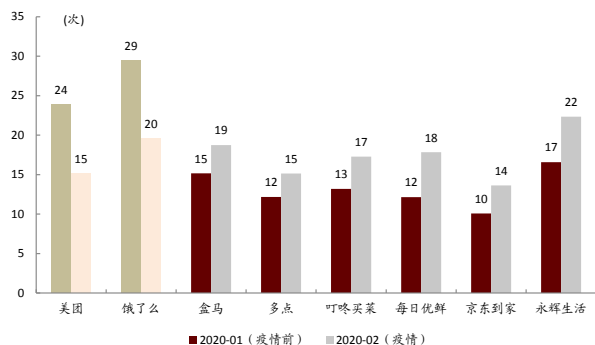
生鲜电商的投资红利期

疫情影响下，生鲜电商发展迎来历史性机遇

新冠疫情的爆发是生鲜电商产业的巨大发展红利。我们认为疫情对生鲜电商的影响主要体现在以下几个方面：

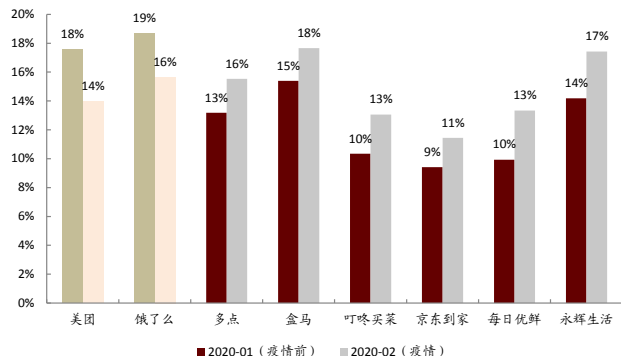
► 生鲜电商的加速渗透

图表 40：人均使用次数疫情前后对比



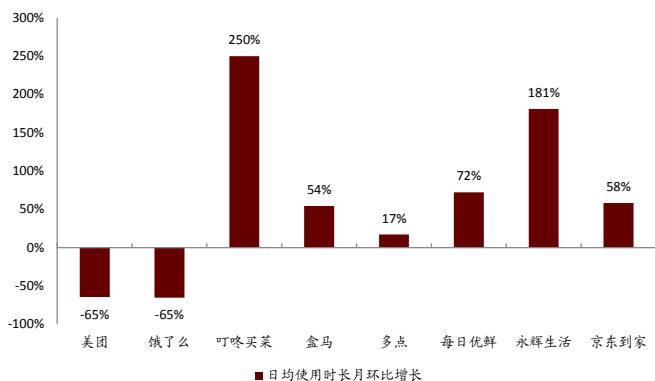
资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 41：日活跃用户渗透率疫情前后对比



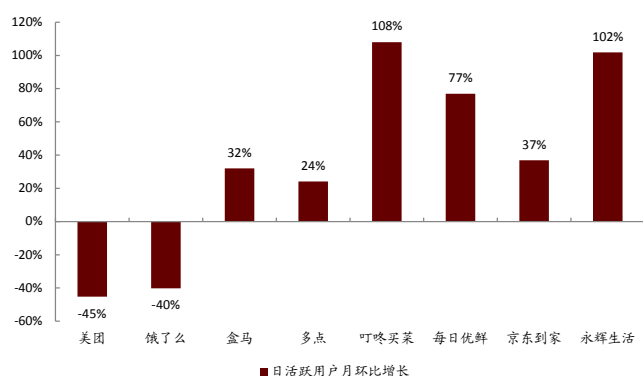
资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 42：日活跃用户疫情时月环比增长



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 43：日均使用时长疫情时月环比增长



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

- 线下生鲜零售的线上化转型。据北京商报数据显示，春节长假期间，家乐福到家业务订单增长 300% 以上，每日呈环比双位数增长；沃尔玛全国范围内到家业绩暴增，春节期间订单量同步增长高达 15 倍。
- 生鲜电商资本加注。伴随用户线上生鲜采购需要的被动养成，资本的用户补贴效率即营销费用投产比大幅上升，迎来生鲜电商投资的最佳红利期。



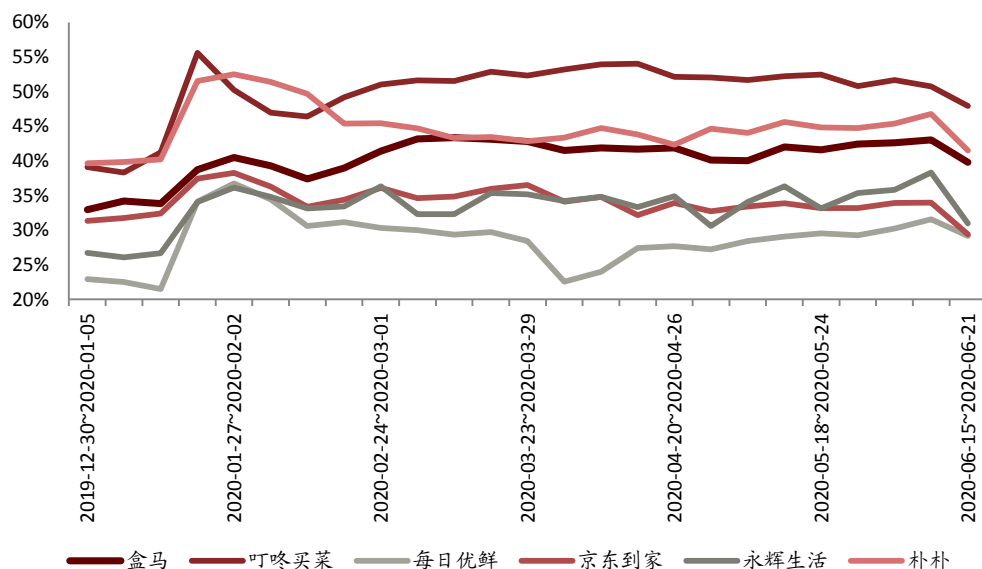
图表 44: 疫情后生鲜电商产业行业动态整理

日期	行业动态
2020年3月	叮咚买菜宣布进军北京市场
2020年5月	每日优鲜完成新一轮融资，投钱估值超过30亿美金
2020年5月	十荟团完成C1轮8140万美金融资，投后估值8亿美金
2020年6月	达达集团在美上市
2020年7月	兴盛优选完成4亿美金融资，投后估值20亿美金
2020年7月	阿里宣布建设数字农业产地、物流、供应链建设，并在多省自建产地仓
2020年7月	盒马宣布沪上7家盒马Mini实现盈利，并宣布进军北京市场
2020年7月	美团宣布成立美团优选事业部，正式进军社区团购领域
2020年7月	阿里零售通业务部筹备进入社区团购部门，进军生鲜电商

资料来源：IT桔子，36Kr，公司公告，中金公司研究部

另一方面，生鲜电商的进一步渗透并非单纯的需求侧用户习惯培养问题，更多的是生鲜供给侧的结构性问题，需要较为长期、大量的投入和供应链改造来帮助优化。我们认为疫情过后，部分生鲜电商用户或将回归传统的线下生鲜消费渠道。

图表 45: 疫情控制后生鲜电商活跃用户7日留存率下滑



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

整体来看，我们认为生鲜电商的行业发展需要放在较长的时间框架来讨论和评估，而新冠疫情下的用户生鲜消费习惯的切换是产业发展的历史性机遇，或加速生鲜电商产业的发展进程。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣，赵静



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

